Legislative Assembly of Ontario

Assemblée Législative de l'Ontario

STANDING COMMITTEE ON FINANCE AND ECONOMIC AFFAIRS

REPORT ON THE FIVE YEAR REVIEW OF THE SECURITIES ACT

1st Session, 38th Parliament
53 Elizabeth II

National Library of Canada Cataloguing in Publication Data

Ontario. Legislative Assembly. Standing Committee on Finance and Economic Affairs
Report on the Five Year Review of the Securities Act

Text in English and French with French text on inverted pages.
Title on added t.p.: Rapport sur l'étude de cinq ans de la Loi sur les valeurs mobilières.
ISBN 0-7794-7012-5

1. Ontario. Securities Act. 2. Ontario Securities Commission. 3. Ontario. Ministry of Finance. Five Year Review Committee. Five Year Review Committee final report. 4. Securities—Ontario. 5. Securities industry—Ontario. I. Title. II. Title: Rapport sur l'etude de cinq ans de la Loi sur les valeurs mobilières.

KEO407.5.A23F56 2004 346.713'0922 C2004-964011-9E

Legislative Assembly of Ontario

Assemblée législative de l'Ontario

The Honourable Alvin Curling, MPP,
Speaker of the Legislative Assembly

Sir,

Your Standing Committee on Finance and Economic Affairs has the honour to present its Report on the Five Year Review of the *Securities Act* and commends it to the House.

Pat Hoy

Pat Hoy, MPP,
Chair

Queen's Park
October 2004

MEMBERSHIP OF THE

STANDING COMMITTEE ON FINANCE AND ECONOMIC AFFAIRS*

1st Session, 38th Parliament

PAT HOY
Chair

JOHN WILKINSON
Vice-Chair

TOBY BARRETT

MIKE COLLE

PAT HOY

JUDY MARSALES

PHIL MCNEELY

CAROL MITCHELL

JOHN O'TOOLE

MICHAEL PRUE

JOHN WILKINSON

TREVOR DAY
Clerk of the Committee

ANDREW MCNAUGHT
Research Officer

*Linda Jeffrey, Deb Matthews, and John Milloy served as ongoing substitutions

105-01200/

SUBSTITUTIONS TO MEMBERS OF THE STANDING COMMITTEE ON FINANCE AND ECONOMIC AFFAIRS WHO PARTICIPATED IN THE COMMITTEE'S DELIBERATIONS

LORENZO BERARDINETTI

LAUREL BROTEN

BRUCE CROZIER

BOB DELANEY

LINDA JEFFREY

DEB MATTHEWS

JOHN MILLOY

CONTENTS

INTRODUCTION 1
The Review Process 1
This Report 2
Future Reviews 3
The Standing Committee's Recommendation 3

A SINGLE SECURITIES REGULATOR 4
The Crawford Report Recommendation 4
Discussion 4
The Issue 4
Moving to a Single Securities Regulator 5
The Standing Committee's Recommendation 7

UNIFORM SECURITIES TRANSFER LEGISLATION 7
The Crawford Report Recommendation 7
Discussion 7
The Standing Committee's Recommendation 8

THE ONTARIO SECURITIES COMMISSION 8
Oversight and Accountability 8
The Crawford Report Recommendation 8
Discussion 9
The Standing Committee's Recommendation 10
Structure of the Ontario Securities Commission 10
The Crawford Report Recommendation 10
Discussion 10
The Standing Committee's Recommendation 13

RULEMAKING 14
"Basket" Rulemaking 14
The Crawford Report Recommendation 14
Discussion 14
The Standing Committee's Recommendation 15
Blanket Rulings and Orders 15
The Crawford Report Recommendation 15
Discussion 16
The Standing Committee's Recommendation 16

REGULATION OF MARKET PARTICIPANTS 17
Registration 17
The Crawford Report Recommendation 17
Discussion 17
The Standing Committee's Recommendation 18
Self-Regulation 19
SROs Enforcing their Own Rules 19
Separation of Self-Interest and Self-Regulation 20
The Standing Committee's Recommendation 21

CIVIL LIABILITY FOR CONTINUOUS DISCLOSURE 22

The Crawford Report Recommendation 22
Discussion 22
The Standing Committee's Recommendation 24

CORPORATE GOVERNANCE AND ACCOUNTABILITY OF PUBLIC COMPANIES 24
The Crawford Report Recommendation 24
Discussion 25
The Standing Committee's Recommendation 26

SHAREHOLDER RIGHTS 26
The Crawford Report Recommendation 26
Discussion 27
The Standing Committee's Recommendation 28

MUTUAL FUND GOVERNANCE 28
The Crawford Report Recommendation 28
Discussion 28
The Standing Committee's Recommendation 30

NEW ENFORCEMENT POWERS 30
Power to Order Restitution and Restitution Orders under Section 128 of the Securities Act 30
The Crawford Report Recommendations 30
Discussion 31
The Standing Committee's Recommendation 31

APPENDIX 1: RECOMMENDATIONS OF THE STANDING COMMITTEE 33

APPENDIX 2: WITNESSES AND SUBMISSIONS 35

APPENDIX 3: RECOMMENDATIONS OF THE FIVE-YEAR REVIEW COMMITTEE (THE CRAWFORD REPORT) – CURRENT STATUS 37

INTRODUCTION

The Review Process

Amendments to the *Securities Act* in 1994 (effective in 1995) require the Minister of Finance to appoint a committee to review the legislation every five years. Section 143.12 of the Act provides:

> 143.12(1) Within five years after this section comes into force and within each five year period after that, the Minister shall appoint an advisory committee to review the legislation, regulations and rules relating to matters dealt with by the Commission and the legislative needs of the Commission.
>
> (2) The committee shall review the legislation, regulations and rules relating to matters dealt with by the Commission and the legislative needs of the Commission and solicit the views of the public in respect of these matters by means of a notice and comment process.
>
> (3) The committee shall prepare for the Minister a report of its review and its recommendations.
>
> (4) The Minister shall table the report in the Legislature.
>
> (5) Upon the report being tabled, a select or standing committee of the Legislative Assembly shall be appointed to review the report, hear the opinions of interested persons or companies and make recommendations to the Legislative Assembly regarding amendments to this Act.

In accordance with s. 143.12(1), a review committee, chaired by Purdy Crawford, Q.C., was appointed in 2000. The review committee (the Five-Year Review Committee) released a Draft Report for comment in May 2002, and a Final Report on March 21, 2003 (the Crawford Report).

The Crawford Report[1] was tabled in the Legislative Assembly on May 29, 2003. At that time, the government announced that a select committee of the Assembly would be struck to review the Report, and report back to the Assembly in the fall. The provincial election in October 2003 delayed the fulfillment of the statutory review requirements.

---

[1] Ontario, Five-Year Review Committee (Purdy Crawford, Q.C., Chair), *Five Year Review Committee Final Report: Reviewing the Securities Act* (Toronto: Queen's Printer, 2003).

On June 29, 2004, an Order of the House directed the Standing Committee on Finance and Economic Affairs

> to fulfill the review, consultation and reporting obligations as set out in Section 143.12(5) of the *Securities Act* and specifically the priority recommendations as set out in the *Five-Year Review Committee Final Report: Reviewing the Securities Act (Ontario)* including:
>
> Securities regulation in Canada and a single regulator system; and
>
> The appropriate structure for the adjudicative tribunal role of the Ontario Securities Commission (OSC); and
>
> That the Committee submit its Final Report to the Assembly on or before Monday, October 18, 2004.[2]

The Standing Committee held public hearings at Queen's Park on August 18 and 19, 2004. Notice of the hearings was posted on the Ontario Parliamentary Channel, the Committee's website, and in the *National Post* and the *Globe and Mail* newspapers on August 3, 2004.

Invitations to appear before the Standing Committee were sent to the Chair of the Five-Year Review Committee; Gerry Phillips, Chair of Management Board of Cabinet (and minister responsible for the *Securities Act*); and David Brown, Chair of the Ontario Securities Commission. In addition to these witnesses, the Standing Committee received oral and written submissions from industry organizations, major investors, academics, lawyers, investor advocates, and individuals with personal experience in the securities market.

The Standing Committee would like to stress that all groups and individuals who contacted the Committee Clerk by 5:00 p.m. on Wednesday, August 11, 2004, were scheduled as witnesses at the public hearings.

This Report

The Crawford Report contains 95 recommendations dealing with many aspects of securities regulation in Ontario. Twenty of those recommendations have either been implemented or require no further action.

In this report, we have focused on "priority recommendations" that require further action, as set out in the Standing Committee's terms of reference, and as

[2] Ontario, Legislative Assembly, *Votes and Proceedings*, 29 June 2004.

identified in the Crawford Report and in submissions made to the Standing Committee.

Future Reviews

Under the existing legislation, the Minister will appoint the next Five-Year Review Committee at the end of 2004. The Crawford Report suggested that the *Securities Act* be amended to require that future committees be appointed five years after the date of delivery of the final report of the previous committee, instead of appointing committees every five years.

The Standing Committee's Recommendation

Recommendation 1

The next review committee should be struck in May 2007. The committee should deliver an interim report by May 2008 and a final report by early 2009. Thereafter, a review committee should be appointed four years after the date of the establishment of the previous committee. This recommendation is in no way intended to discourage or preclude the Minister of Finance from initiating reviews of individual issues, as necessary.

A Single Securities Regulator

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 1 in the Crawford report reads:

> 1. We recommend that the provinces, territories and federal government work towards the creation of a single securities regulator with responsibility for the capital markets across Canada. To this end, we strongly encourage the Government of Ontario to actively support the Wise Persons' Committee recently established by the Federal Finance Minister.

Discussion

The Issue

In his presentation to the Standing Committee, Purdy Crawford stated that the members of the Five-Year Review Committee still regard the creation of a single securities regulator as "the most pressing securities regulation issue in Ontario and across Canada." In their view, a single regulator "would be the most efficient and effective regulatory structure for the Canadian securities market."

This view was shared by the Chair of Management Board of Cabinet, the Chair of the Ontario Securities Commission, and by many organizations and individuals who made submissions to the Standing Committee.

The main arguments in favour of a single regulator can be summarized as follows:

- Under the current regulatory structure, public companies that wish to issue securities or gain access to markets across Canada must understand, monitor and comply with 13 sets of securities laws and deal with 13 different regulators. This increases the costs of doing business in Canada.
- Enforcement and investor protection is inconsistent under the existing multi-regulatory system.
- Canada is the only G-7 country without a single securities regulator. In a global market place, where capital flows across borders with few restrictions, foreign investors may choose to invest in countries with lower regulatory costs.
- In the absence of a single regulator, Canada lacks a body that can address securities regulation and policy from a national perspective, and a body that can represent Canada's interests on the international stage.

In stating its case for a single regulator, the Crawford Report acknowledged that there are certain advantages to a multi-regulatory system. Most importantly, it can be argued that in a country where economic activity varies from region to

region, provincial control over securities laws allows each jurisdiction to more effectively address regional needs.

Moving to a Single Securities Regulator

While those who addressed the issue before the Standing Committee were unanimous in their support for a single securities regulator, there was less agreement on how this could be achieved.

The submissions we received identified three major reform proposals that are currently being discussed, two of which involve the creation of a single regulator:

- *The Passport Model:*[3] Under this inter-provincial initiative, individuals and firms could do securities business in all provinces by registering with a primary regulator and complying with its laws. In addition, companies could obtain approval to issue shares in all jurisdictions by complying with the primary regulator's disclosure laws.
- *The Federal Wise Persons' Committee (WPC):*[4] The WPC recommended that in the absence of provincial cooperation, the federal government should exercise its constitutional authority to enact a new *Canada Securities Act*, based on the Uniform Securities Law Project.[5] The Act would be administered by a single Canadian Securities Commission, consisting of regional representatives.
- *The Ontario Proposal:*[6] The Ontario proposal calls for a new provincial-territorial securities regulator. The main features of the proposal are a single regulator, a common body of laws, and a single fee structure.

Both Mr. Crawford and Minister Phillips expressed the view that the passport model is not a sufficient response to the need for a single securities regulator. Specifically, the passport model would continue a system in which 13 regulators issue interpretations of 13 securities statutes; would not result in consistent securities law enforcement across the country; would not establish an identifiable body that could represent Canada in international discussions; and would not allow for effective and timely formulation of policy. Moreover, the pursuit of a passport model could divert attention from what many believe to be the real solution - moving to a single regulator.

---

[3] Provincial-Territorial Ministers Responsible for Securities, *Securities Regulation in Canada: An Inter-Provincial Securities Framework* (Discussion Paper), June 2003.

[4] The Committee to Review the Structure of Securities Regulation in Canada (the Wise Persons' Committee), *It's Time*, 17 December 2003. The report may be viewed at http://www.wise-averties.ca/reports/WPC%20Final.pdf.

[5] See the Canadian Securities Administrators' Uniform Securities Legislation Project, *Blueprint for Uniform Securities law for Canada* (2003). The consultation draft may be viewed at http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/USL/usl_20031216_harmonization.pdf.

[6] Ontario, Management Board Secretariat, *Modernizing Securities Regulation in Canada* (Discussion Draft), 7 June 2004. The paper may be viewed at http://www.gov.on.ca/MBS/english/mbs/releases/general/june2404-report.html.

Minister Phillips also commented on the Canadian Securities Administrators' Uniform Securities Law Project (USL), which has the objective of developing more uniform securities laws across Canada. He suggested that while the USL is an important step toward improving the existing system, it does not go far enough. The project would not result in uniform securities legislation; rather, it would only result in 13 sets of more uniform laws, but with important differences.

Minister Phillips argued that the Ontario proposal addresses "head on" the fundamental problem of multiple regulators and multiple sets of securities laws. In his view, the advantages of the Ontario proposal are:

- stronger, easier to understand protection for investors;
- one set of clear, consistent requirements that would be easier for companies and investors to understand;
- lower compliance costs for companies;
- easier for companies to raise capital across the country and for securities firms to operate in other provinces;
- faster response to regulatory policy issues;
- better enforcement of securities laws, resulting in greater confidence in our markets; and
- a consistent voice for Canada internationally.

In pursuing this proposal, Minister Phillips indicated that Ontario is willing to consider a flexible structure that would accommodate those provinces with concerns about retaining a strong local and regional presence.

Other witnesses expressed a clear preference for the federal government to take control of this issue. The Ontario Teachers' Pension Plan, for example, argued that securities regulation should be exclusively a federal matter. In this way, Parliament could enact a consistent, and more stringent, set of securities laws, enforceable by one level of government. The Toronto Stock Exchange (TSX) supports a national securities commission, as proposed by the Wise Persons' Committee. The TSX believes this would send the clearest message to international markets that Canada is committed to establishing a modern regulatory system.

Some witnesses, while supportive of a single regulator, cautioned that the concept faces significant opposition. It was noted, for example, that British Columbia has a distinct philosophical approach to securities regulation, and that Quebec has its civil law tradition. Other provinces have concerns about small business financing, and some depend on the revenues from regulatory fees. In the words of one witness, there is also the "palpable scepticism about Ontario's dominating role."

In light of these practical difficulties, it was suggested that a possible compromise for Ontario might be to agree to the passport model, provided the other provinces commit to a single regulator within a short time.

The Standing Committee's Recommendation

The Standing Committee heard overwhelming support for the principle of a single securities regulator, and strongly supports the concept. At the same time, we recognize there are obstacles to achieving this goal. Most significantly, other provinces do not want to lose the ability to address regional needs. However, we believe that these obstacles can, and should, be overcome.

Recommendation 2

The Standing Committee recognizes the critical need for a single securities regulator, and strongly recommends that the Ontario government continue to work with all stakeholders, including Ministers in other provinces, toward the development of a single securities regulator. The key elements of the new regulatory system should be one new regulator, one common body of securities law and one set of fees.

UNIFORM SECURITIES TRANSFER LEGISLATION

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 5 of the Crawford Report states:

> 5. We strongly encourage the Commission and the CSA [Canadian Securities Administrators] to continue developing securities transfer legislation modelled on revised Article 8 of the Uniform Commercial Code in the U.S. and we urge governments across Canada to ensure that such legislation is adopted on a uniform basis as soon as possible.

Discussion

Several witnesses appearing before the Standing Committee, including Purdy Crawford and the Canadian Depository for Securities, emphasized the need for a nationally harmonized law to oversee the holding, transferring and pledging of securities and interests in securities. Although technically speaking a matter of commercial law, the Crawford Report identified it as an issue of "fundamental importance [to] efficient and safe capital markets."

The Standing Committee heard that technological change has led to an increasing reliance on intermediaries to hold and deal with securities. Yet, the laws in Ontario governing the holding and transfer of securities still reflect the paper-based system of certificate holdings.

It was also pointed out that many foreign jurisdictions have already amended their commercial laws to address this issue. In the United States, this was done in 1994, through the revision of Article 8 of the Uniform Commercial Code. Commercial laws in Ontario and other provinces, however, have not been similarly modernized.

This situation, we were told, creates legal uncertainty, particularly for Canadian market participants who routinely engage in cross-border securities trading and pledging transactions, and makes them less competitive with market participants in the U.S.

We also heard that the Uniform Law Conference of Canada has proposed the adoption of a uniform provincial securities transfer act (USTA), based on Article 8 in the U.S. The Standing Committee was strongly urged to recommend the enactment of the USTA.

The Standing Committee's Recommendation

Those witnesses who addressed this issue were unanimous in their support for the Crawford Report recommendation. They made a compelling case that Ontario law in this area has fallen behind the U.S. and European jurisdictions and needs to be modernized.

The Standing Committee sees this as an opportunity for Ontario, not only to improve the investment environment for Ontario investors, but also to play a leading role in establishing uniform legislation across Canada.

Recommendation 3

The government should introduce securities transfer legislation modelled on revised Article 8 of the Uniform Commercial Code in the United States.

THE ONTARIO SECURITIES COMMISSION

Oversight and Accountability

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 8 of the Crawford Report reads:

> 8. We recommend that the Minister of Finance and the Commission consider whether studies of specific aspects of the Commission's operations, similar to those conducted of the SEC [Securities and Exchange Commission] by the General Accounting Office in the U.S., should be undertaken.

Discussion

Over the last decade, the Ontario Securities Commission (the Commission) has acquired greater independence from government. Amendments to the *Securities Act* in 1994 transformed the Commission from a government agency to a Crown corporation, and in 1997 it became a self-funding body.

In light of these changes, the Crawford Report considered whether the province has retained sufficient oversight of the Commission. It noted, for example, that prior to becoming a Crown corporation, the Commission's internal controls were established and monitored by the government. Now, the Commission establishes its own controls.

It was also mentioned that in the United States, oversight of the SEC is the responsibility of two congressional committees, one in the House of Representatives and one in the Senate. These committees receive substantial support from the General Accounting Office (GAO), an independent government agency that reviews government programs and spending. The GAO released nine reports in 2001 on SEC operations.

The Standing Committee received a submission on this issue from Glorianne Stromberg, a securities lawyer and former commissioner of the Ontario Securities Commission.[7] In her view, there is currently no effective oversight of the Commission. She noted that the Ontario Legislature last reviewed the Commission in 1988, when the Standing Committee on Government Agencies issued a report expressing concerns about the Commission's oversight of Self-Regulating Organizations (SROs), the effectiveness of these organizations, and the overall efficiency of the Commission. Yet, since that time, the Legislature has delegated a significant amount of responsibility to the Commission, including the power to make rules that have the force of law.

In Ms Stromberg's opinion, existing oversight mechanisms (the requirement that rules receive ministerial approval, the tabling of Statements of Priorities and Annual Reports in the Legislature, and the five-year review process) are inadequate. As a first step towards providing better oversight of the Commission (and its other financial regulators), she recommended that the Legislature establish a standing committee with a mandate to consider not only the five-year review reports, but also the effectiveness of securities laws, the operations of the Commission, and financial services matters generally. In addition, it was recommended that the Ontario government consider establishing an independent government accountability agency, similar to the General Accounting Office in the U.S.

---

[7] See the written submission of Glorianne Stromberg, 20 August 2004.

The Standing Committee's Recommendation

Recommendation 4

The Standing Committee believes that the status quo is unacceptable, and recommends that the government initiate a review of the Legislature's oversight of the Ontario Securities Commission. Any new oversight mechanism should include a requirement that the annual reports of the Commission be automatically referred to a Committee of the Legislature, and should ensure that the Committee has the ability to compel witnesses to appear before it, including the responsible minister, to answer questions regarding progress in implementing recommendations approved by the Legislature.

Structure of the Ontario Securities Commission

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 9 of the Crawford Report reads:

> 9. We recommend that the current structure of the Commission as a multi-functional agency be given further thought and study by the Commission and the Minister on a priority basis.

Discussion

Perhaps one of the most contentious issues addressed in the Crawford Report was the subject of the appropriate structure of the Commission.

Under the *Securities Act*, the Commission performs multiple functions: policy development; conducting investigations into possible breaches of securities laws; prosecuting cases; and adjudicating cases. However, it is the dual role of prosecutor/adjudicator that has for years been the source of complaints from corporate lawyers and companies that have been subject to the Commission's rulings. They say this dual role creates a perception of bias (if not actual bias).

Indeed, critics of the existing structure have become more vocal since the Commission acquired new powers to assess administrative penalties of up to $1 million and to order people to disgorge profits.[8] With these additional powers, it is argued, the Commission has moved away from its regulatory role and into the realm of a criminal court. Given this significant change in mandate, the structure of the Commission needs to be reassessed.

As stated by Purdy Crawford in his presentation to the Standing Committee, combining regulatory and adjudicative functions in one administrative agency is a model that has often been used in other regulatory settings. Furthermore, the

[8] These powers were given to the Commission under the *Keeping the Promise for a Strong Economy Act (Budget Measures) 2002*, formerly Bill 198, in response to recommendations contained in the Five-Year Review Committee's Draft Report.

model has received the approval of the Supreme Court of Canada, which has ruled that it is not contrary to the legal doctrine of reasonable apprehension of bias. The question to be asked, therefore, is not whether the current structure is legal, but whether it is one that gives rise to perceptions of potential for conflict or abuse.

Minister Phillips told the Standing Committee, "We approach this issue [restructuring the Commission] with an open mind and the government is prepared to study it as recommended by the Five Year Review Committee." He also suggested that the issue of separating the adjudicative function from the regulator's other roles would be especially relevant when considering the structure of a single regulator. In this regard, he indicated that both the Ontario proposal and that of the federal Wise Persons' Committee are open to the possibility of a single regulator with a separate adjudicative tribunal.

The Evidence in Favour of Retaining the Current Structure

David Brown, Chair of the Commission, acknowledged that one of the main disadvantages of the "integrated" model (the current structure) is the risk of a perception of bias. To address this, the Commission has established a system of internal separation of investigative and adjudicative functions. Commissioners who participate in any aspect of an investigation do not sit on a hearing of the same matter.

Mr. Brown then set out what he believes to be significant advantages to the integrated model:

- By hearing and deciding real cases, the commissioners gain hands-on experience that informs their development of policy. This is important, since the Act requires that commissioners not only adjudicate cases, but also exercise sanctioning powers in the public interest. The policy development process gives commissioners insight into the public interest – insight that is invaluable in the adjudication process.
- The integrated model reflects the roles and responsibilities of an administrative agency/regulator, as distinct from a court. Administrative agencies were developed to fulfill roles different from (and not appropriate to) the courts, often resolving issues in accordance with a statutory mandate to protect the public interest. In fulfilling this mandate, they have power to formulate policy or make rules that have the force of law.

In Mr. Brown's view, the main disadvantage of moving to the "bifurcated" model of regulation, where adjudication is performed by a separate body, would be the loss of expertise the Commission acquires when performing multiple functions. In addition, it might be difficult to find a sufficient number of individuals with the expertise to serve as members of a part-time adjudicative tribunal.

Phil Anisman, a securities lawyer and strong proponent of retaining the Commission's integrated structure, described the interplay between the adjudicative and policy-making roles as a "cross-fertilization process." He said this process has been observed at other regulatory agencies, and suggested that the

experience in the United States with separate adjudicators has not been positive. Citing a leading American administrative law treatise, he argued that creating "a decision-making structure with strict agency-based separation of functions is one of the most powerful ways of reducing the effectiveness of a regulatory system."

The Standing Committee also received a written submission from the Chair of the Alberta Securities Commission, describing that province's experience with bifurcation. To address perceptions of institutional bias, the Alberta Securities Commission was reorganized in 1988 into two separate entities: the Board (adjudication) and the Agency (investigation/enforcement). Alberta found that, in practice, bifurcation did not produce the anticipated benefits. Rather, it proved to be "unwieldy" and "deprived personnel in one entity of the experience and expertise of those in the other." In 1996, legislation was passed that restored the multifunctional structure.[9]

The Evidence in Favour of Restructuring

In response to the Crawford Report, the Ontario Securities Commission asked the province's Integrity Commissioner, Coulter Osborne, to head a review committee to examine the Commission's structure. The Fairness Committee was appointed in February 2003 and issued its report in March 2004. Mr. Brown tabled the report with the Standing Committee on August 18, 2004.[10]

The Fairness Committee acknowledged the Commission's attempts to eliminate the potential for bias through the internal separation of adjudicative and investigative functions. Moreover, it found no evidence that Commission hearings have been biased or unfair.

Nonetheless, it was satisfied that nothing short of separating the Commission's adjudicative function from its other functions could overcome the problem of perceived bias. The Committee summed up the arguments in favour of restructuring as follows:

> . . . the nature of the apprehension of bias has become sufficiently acute as to not only undermine the Commission's adjudicative process, but also the integrity of the Commission as a whole among the many constituencies that we interviewed. Matters of institutional loyalty, the involvement of the Chair in the major cases, the increased penalties, the sense that 'the cards are stacked against them', the home court advantage, the lengthy criminal law-like trials, and the Commission's aggressive enforcement stance, which will likely

[9] See the written submission of Stephen P. Sibold, Q.C., Chair of the Alberta Securities Commission, 20 August 2004.

[10] See the *Report of the Fairness Committee to the Ontario Securities Commission* (Coulter A. Osborne, Q.C., Professor David J. Mullan, Bryan Finlay, Q.C.), 5 March 2004.

> only increase over time, all combine to make a compelling case for a separate adjudicative body.[11]

The Fairness Committee recommended that a new tribunal be created that would have jurisdiction over all matters in which sanctions against a person are sought. It should not, however, have general jurisdiction over matters such as takeover bids, exemption orders and other ongoing matters that relate to specific transactions. Except in rare cases, these matters should continue to be handled by the Commission. The adjudicative tribunal envisioned by the Fairness Committee would be composed of panels of part-time experts who would receive per diems and occupy offices separate from the Commission.

Other witnesses expressed similar concerns about the perception of bias at the Commission. One lawyer drew on his experience with the complaints system at the Real Estate Council of Ontario, where complaints against realtors were handled by a tribunal of realtors and by the provincial Licence Appeal Tribunal, composed of independent lawyers. He believes the instances of actual bias at either body were probably low; however, due to perception, cases before the panel composed of realtors generated far more complaints of bias. He recommended the creation of a separate securities adjudicative tribunal.[12]

The Standing Committee's Recommendation

The Standing Committee was presented with persuasive arguments on both sides of this issue. On the one hand, witnesses such as the current Chair of the Commission, a noted securities law expert, and the Alberta Securities Commission made a strong case for retaining the current structure of the Commission.

On the other hand, many were of the opinion that even if there is no evidence of actual bias at the Commission, the perception of bias has damaged the agency's credibility. This was the conclusion of an independent panel of experts (the Fairness Committee), which found the evidence in support of separating the adjudicative functions of the Commission from its other roles to be "overwhelming."

In our view, the issue of perception has become paramount.

Any new single securities regulator should include a separate adjudicative function. Failing substantial progress toward the establishment of such a regulator over the next 12 months, we believe the Ontario government should take the necessary steps to separate the adjudicative role of the Commission from its other roles. This should not preclude the government from immediately beginning the serious examination of the necessary steps needed to undertake such a transition.

---

[11] Ibid., p. 32.

[12] See the submission of William Weissglas, 18 August 2004.

Recommendation 5

The adjudicative function of the Ontario Securities Commission should be separated from its other functions, based on the recommendations of the Fairness Committee.

RULEMAKING

"Basket" Rulemaking

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 13 of the Crawford Report reads:

> 13. We recommend that the Act be amended to give the Commission 'basket' rulemaking authority that is substantially identical to that conferred on the Lieutenant Governor in Council pursuant to clause 143(2)(b) of the Act. The Commission should be given the authority to make rules respecting any matter that is 'necessary or advisable for carrying out the purposes of the Act.'

Discussion

As outlined in the Crawford report, the Commission prior to 1994 regularly issued policy statements. Although these policy statements did not receive legislative or ministerial approval, they were treated as having the force of law. In 1993, a court found that one of the Commission's policy statements was invalid on the basis that the Commission had exceeded its legislative jurisdiction. With the validity of policy statements in doubt, the government established the Daniels Committee in 1993 to study securities regulation. In 1994, legislation was passed to give the Commission rulemaking authority.

The purpose of the 1994 amendments was to give the Commission authority to make rules dealing with issues that were previously the subject of Commission policies. The amendments set out a list of matters that could be the subject of rules, but did not include a "basket provision" that would allow the Commission to make rules on matters generally within its statutory mandate. Without a basket provision, the Commission must request a legislative amendment to deal with new issues that are within its legislative mandate, but which are not specifically listed in the Act's rulemaking provisions. For example, in 1999, the Act had to be amended to allow the Commission to make rules dealing with certain prospectus disclosure and distribution requirements.

The Standing Committee received submissions from two securities lawyers who strongly opposed the Crawford Report's recommendation. They warned that granting the Commission basket rulemaking authority would, in effect, give un-elected officials "unfettered" power to make binding law. Moreover, if this power

were given to the Commission, the Legislature would, in practice, rarely be involved in securities regulation. (It was also noted that a limited basket rulemaking power was recommended by the Daniels Committee in 1993, but rejected by the Legislature.)[13]

The Crawford Report acknowledged these concerns, but concluded that they must be balanced against "the need for regulatory responsiveness and flexibility. Piecemeal legislative amendments to broaden the heads of rulemaking authority unnecessarily slow down the rulemaking process."[14] It was also mentioned that the securities commissions in Alberta, British Columbia and the United States each have a basket rulemaking power.

The Standing Committee's Recommendation

Although the proposed rulemaking authority would be subject to certain constraints (rules would have to relate to the purposes of the Act and would be subject to notice and comment requirements), the Standing Committee has reservations about granting the Commission broader authority to make binding law.

We agree with the approach originally taken by the Daniels Committee that if the Commission believes that it requires rulemaking power to deal with a matter that is not addressed in the Act, it is reasonable that it should be required to ask the Legislature for this additional authority. Indeed, that is one of the purposes of the five-year review process.

We also have concerns about giving the Commission greater lawmaking powers in light of our earlier conclusion that legislative oversight of the Commission needs to be enhanced.

Therefore, we cannot support the Crawford Report's recommendation to give the Commission a basket rulemaking power.

Recommendation 6

The Ontario Securities Commission should not be given basket rulemaking authority.

Blanket Rulings and Orders

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 21 of the Crawford Report reads:

> 21. We recommend that the Act be amended to allow the Commission to issue blanket rulings and orders that provide exemptive relief only.

[13] See the submission of Phil Anisman, 19 August 2004, and the written submission of Richard J. Balfour, 24 August 2004.
[14] Crawford Report, p. 75.

Discussion

Blanket orders and rulings exempt certain market participants from complying with specific sections of the Act. These are considered to be particularly useful where the Commission has determined that a group of participants may be exempted from certain obligations, such as prospectus requirements.

The Crawford Report argued that blanket orders and rulings would give the Commission another tool with which to address both changes in the marketplace and emerging issues in a timely manner.

David Brown, Chair of the Commission, described how market participants frequently want to do something that rule-makers never intended to prevent. Currently, it takes up to 18 months to change a rule. In the meantime, individual market participants must bear the cost of applying for an exemption.

Again, the Standing Committee heard from securities lawyers who raised concerns about unduly broadening the powers of the Commission. They pointed out that because blanket exemptions are not subject to notice and comment period requirements, the opportunity for comment is effectively eliminated. In the words of Phil Anisman,

> This is especially significant in view of the fact that exemptions from the Act's requirements frequently exempt parties from obligations designed to protect investors. In these circumstances the time and the opportunity for reflection and comment on proposed rules are desirable. The relatively short delay necessary to permit such public participation outweighs the 'efficiency' that the recommendation is intended to achieve.[15]

The Standing Committee's Recommendation

In light of the concerns raised by individual investors, the Standing Committee is reluctant to support a proposal that would broaden the Commission's power to exempt market participants from provisions that were intended to enhance investor protection. On balance, we are not persuaded that the potential gains in efficiency flowing from a power to issue blanket rulings and orders are significant enough to warrant our support for this recommendation.

Recommendation 7

The Ontario Securities Commission should not be given power to issue blanket rulings and orders; however, the Standing Committee recognizes that the Commission needs to be able to act in a timely manner and asks the government to study alternative mechanisms that would enhance efficiency, without sacrificing investor protection.

[15] Ibid., p. 14.

REGULATION OF MARKET PARTICIPANTS

Registration

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 28 of the Crawford Report reads:

> 28. We believe that the Act should continue to distinguish between the requirement to be registered to advise concerning securities and the requirement to be registered to trade in securities (or, as we propose in our earlier recommendation, to be in the business of trading in securities). However, we recommend that the Commission and CSA carefully review the proficiency, experience and suitability requirements applicable to dealers and employees to ensure that they are sufficiently flexible to permit various models for delivering advice while at the same time ensuring that they are sufficiently rigorous to match the increasingly important role of 'incidental advice' provided by dealers and salespersons.

Discussion

In considering the issue of who should be registered as a market participant, the Crawford Report described a "convergence between trading and advising activity." It found that dealers and employees who have been registered to trade in securities are increasingly providing financial advice to their clients before executing a trade. Despite this trend, dealers and their employees are registered mainly on the basis of their ability to provide trading services, rather than on their expertise in giving financial advice.

The focus of the Crawford Report was on the increasing number of dealers and their employees who are now providing "incidental advising." The Report did not say they should be restricted from providing such services; rather it was concerned that the "proficiency, experience, suitability and other regulatory requirements" keep pace with these developments.

We heard from numerous investors and investor advocates who were critical of the overall quality of investment advice that is currently being provided to small investors. One witness put the issue in the following terms:

> When the average Canadian decides to deal with a high-quality firm in response to its advertising, do they think they are dealing with an advisor who will act in their best interests and be held to professional standards, or do they think they are dealing with a salesperson in a buyer beware

> context, in whom they would place no more trust than they would when buying a used car?[16]

Following the release of the Five-Year Review Committee's Draft Report, the Ontario Securities Commission issued a discussion paper entitled *The Fair Dealing Model*.[17] The paper proposes three different "relationship models" by which registrants (e.g., dealers) would deal with their clients. Whenever an investor opens an account, he/she would be required to choose from one of the following:

- the "managed for you relationship," in which the investor relies completely on the firm;
- the "advisory relationship," in which the investor makes decisions in reliance on the objective, expert advice of the representative; and
- the "self-managed relationship," in which the firm provides trade execution services only.

The goal of this initiative is to "ensure that consumer expectations match the services provided."

The Five-Year Review Committee said it would support the *Fair Dealing Model*, provided the levels of proficiency required of the registrant reflect the degree of dependency in the relationship. One investor advocate appearing before the Standing Committee also expressed support for the Commission's initiative.[18] On the other hand, the Financial Advisors Association of Canada was critical of *The Fair Dealing Model*, arguing it would make "self-interested companies" responsible for regulatory oversight. The Association called for the creation of an independent professional body to regulate the provision of financial advice.

The Standing Committee's Recommendation

While the Standing Committee is sympathetic to those who believe there is a need to raise the overall level of financial advice that is being provided to the small investor, the Standing Committee is not in a position to assess whether dramatic steps, such as the creation of a new professional body for financial advisors, is appropriate.

We believe the Crawford Report's recommendation represents a reasonable approach to dealing with this emerging issue.

---

[16] See the submission of Larry Elford, 19 August 2004.
[17] *The Fair Dealing Model* may be viewed at http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part3/cp_33-901_20040129_fdm.pdf.
[18] *Supra*, Larry Elford.

Recommendation 8

The government should closely monitor the implementation of Recommendation 28 of the Crawford Report, and should ask the Ontario Securities Commission to report on the progress in implementation in its annual report to the Legislature.

Self-Regulation

SROs Enforcing their Own Rules

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 36 reads:

> 36. We recommend that the Commission study whether the Act should be amended to give SROs [Self-Regulatory Organizations] the following statutory powers:
>
> - jurisdiction over current and former members or 'regulated persons' and their current and former directors, officers, partners and employees;
> - the ability to compel witnesses to attend and to produce documents at disciplinary hearings;
> - the ability to file decisions of disciplinary panels as decisions of the court;
> - statutory immunity for SROs and their staff from civil liability arising from acts done in good faith in the conduct of their regulatory responsibilities; and
> - the power to seek a court-ordered 'monitor' for firms that are in chronic and systemic non-compliance, close to insolvency or for other appropriate public interest criteria.
>
> In considering these issues, the Commission should consider what checks and balances, if any, are necessary to ensure procedural fairness and protections are available to those who will be subject to the new statutory powers.

Discussion

Due to a perception that SROs are not able to impose meaningful sanctions on their members, the Five-Year Review Committee considered whether recognized

SROs and stock exchanges should have statutory authority to enforce their own rules. In considering this issue, the Committee observed that securities legislation in the United States now gives SROs authority to revoke a member's registration, to censure or impose limitations on a member, and to remove from office or censure officers and directors of a member.

The Investment Dealers Association of Canada (IDA) addressed this specific issue in its presentation to the Standing Committee. The IDA maintains that Canadian SROs do not have effective enforcement powers, and argued that these bodies need the ability to compel clients and financial institutions to testify and produce documents at investigations and disciplinary hearings. Without this power, good cases must be abandoned. In addition, SROs need the ability to enforce penalties imposed by discipline committees against individuals who are no longer in the business, as if they were court orders. Otherwise, the disciplinary process loses credibility.

The IDA expressed its support for the Crawford Report's recommendation that the issue needs to be studied, but told the Standing Committee that the CSA is opposed to this initiative.

Separation of Self-Interest and Self-Regulation

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 38 reads:

> 38. We recommend that the IDA consider whether improvements can be made to certain of its structures, such as the composition of its disciplinary panels and the membership of its board of directors, to lessen perceptions of conflict of interest in self-regulation.

Discussion

In its Draft Report, the Five-Year Review Committee identified as a "pressing issue" the potential for conflict of interest between the regulatory/public interest role of the SRO and its commercial objectives. It described how the IDA, for example, is both an SRO and a trade association for investment dealers. As a trade association, the IDA represents the interests of its members to government on such matters as securities regulation; as an SRO, it regulates the conduct of investment dealers and takes enforcement action against member firms and individual salespeople for breaches of IDA rules.

In its Draft Report, the Five-Year Review Committee recommended that trade association and SRO functions be carried out by two separate bodies. However, after receiving comments on the Draft Report, the Committee concluded that the cost of implementing its original recommendation outweighed the benefits, and decided to not recommend the separation of SRO functions in its final report.

One of the reasons the Five-Year Review Committee changed its position was the creation, in the period between the release of its draft and final reports, of the Financial Services OmbudsNetwork to handle complaints by customers of investment dealers. This agency operates at arms-length from industry participants, such as the IDA. The review committee decided that this development, combined with the arbitration process previously established by the IDA, "should address many of the concerns we heard from aggrieved investors."[19]

Several witnesses disagreed with the Crawford Report's conclusion. One suggested that the Report's reasoning was inconsistent with its earlier comments on the importance of the perception of conflict at the Ontario Securities Commission.

A litigation lawyer told the Standing Committee that the IDA "gives the appearance of being expert and impartial, when in fact it is neither." His experience in representing investors who have lodged complaints with the IDA is that in virtually all cases, the IDA simply repeats the response from the brokerage firm, taking the financial advisor's explanation without question. In addition, the IDA routinely gives legal advice to investors, when it is in no position to be doing so.[20]

Some witnesses recommended that responsibility for consumer protection be completely removed from the industry and given to an independent consumer protection authority, funded by fees paid by industry registrants and staffed by non-industry individuals.

One witness, referring to information provided in the Five-Year Review Committee's Draft Report, drew our attention to recent regulatory changes in the United Kingdom. In 2001, the Financial Services Authority (FSA) became the single regulator of financial services, banking and insurance, and assumed responsibility for supervising firms formerly regulated by SROs. As a result, there is no reliance on SROs under the new regulatory scheme. We heard that one of the reasons the UK abandoned self-regulation was that SROs were viewed as associations that represent their members' interests over those of the investing public.[21]

The Standing Committee's Recommendation

The testimony received by the Standing Committee revealed a deep-seated scepticism on the part of the investing public. They simply are not confident that complaints will always be handled in an objective manner under a system of self-regulation.

---

[19] Crawford Report, p. 119.
[20] See the submission of John Hollander, 19 August 2004.
[21] See *Five-Year Review Committee Draft Report: Reviewing the Securities Act (Ontario)*, p. 69.

The Crawford Report itself stated, "we remain concerned about [this] issue . . . . Investors must feel that when they have a complaint against an IDA member they receive fair and unbiased treatment from the IDA in addressing their complaint."[22]

In view of the concerns about self-regulation expressed by the Five-Year Review Committee (in both its draft and final reports), and by witnesses appearing before the Standing Committee, we cannot fully endorse the recommendations concerning SRO enforcement powers (Recommendation 36) and separation of self-interest and regulation (Recommendation 38).

We believe the question of whether SROs should be given more powers or, indeed, whether they should have any powers at all, should be the subject of further review by a task force established to examine this specific issue.

Recommendation 9

The government should establish a task force to review the role of SROs, including whether the trade association and regulatory functions of SROs should be separated.

CIVIL LIABILITY FOR CONTINUOUS DISCLOSURE

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 40 reads:

> 40. We support the CSA proposal to create a statutory civil liability regime for continuous disclosure and urge the Government of Ontario to move forward as soon as possible to proclaim the legislation in force. We also encourage the governments of the other CSA jurisdictions to adopt the same regime.

Discussion

In its Draft Report, the Five-Year-Review Committee recommended that Ontario enact a statutory civil liability regime for continuous disclosure, modelled on draft legislation published by the Canadian Securities Administrators in 2000. In response to the Draft Report, the Ontario Legislature passed Bill 198[23] in December 2002. The Bill included provisions that would give investors the right to sue a public company and other responsible parties for making a public material misrepresentation about the company or for failing to comply with disclosure requirements.

---

[22] Crawford Report, p. 119.

[23] The *Keeping the Promise for a Strong Economy Act (Budget Measures), 2002.*

Due to technical flaws in those provisions, they were not proclaimed. Bill 41 was then introduced to address the technical deficiencies, but died on the Order Paper when the provincial election was called in 2003.

In his presentation to the Standing Committee, Purdy Crawford identified the implementation of this recommendation as a priority matter. Observing that more than 90% of the trading in securities in Canada occurs in the secondary market, he argued that it is unreasonable that only purchasers under a prospectus (i.e., purchasers in the primary market) should have the ability to recover damages when there are misrepresentations in information disclosed by a company. In his view, a statutory right to sue for continuous disclosure would provide significant protection for investors. He recommended that the government re-introduce the amendments in Bill 41 and proclaim in force the provisions relating to civil liability for continuous disclosure.

The Chair of the Ontario Securities Commission and the Ontario Teachers' Pension Plan echoed Mr. Crawford's comments. They highlighted the fact that unlike investors in the U.S., Ontario investors face significant legal barriers in suing corporations and insiders for improper disclosure. They believe the proposed remedies would not only provide investors with a means of redress, but would also encourage compliance by corporations with their obligations to "maintain transparency."

The Canadian Bankers Association (CBA), on the other hand, considers the potential liability under Bill 198 to be "excessive." In its view, the Bill "goes well beyond" reasonable deterrence for improper disclosure practices.[24] The CBA warned that court awards under the generous liability caps in the Bill could threaten the financial stability of banks and other financial institutions, and could harm the investors who ultimately have to pay them.

The Civil Liability Coalition, representing several large public corporations, raised a number of legal and policy objections to the civil liability provisions of Bill 198. According to this group's analysis:

- The Bill's reverse onus provisions, which place the onus of proof on defendant corporations, could encourage unmeritorious lawsuits.
- The rationale for the civil liability provisions (i.e., they help to ensure compliance with continuous disclosure requirements) no longer exists, since the Ontario Securities Commission is now better funded and has new administrative and criminal enforcement powers that encourage proper disclosure.
- Rather than harmonize Ontario law with U.S. law, Bill 198 would actually create a more lenient litigation environment, which could put Ontario companies at a disadvantage.

[24] Bill 198 establishes liability caps for various types of defendants. The liability cap for an issuing company is the greater of $1 million and 5% of market capitalization.

- Bill 198 is out of step with recent developments in the U.S., where the trend has been away from private enforcement rights (e.g., class actions) and toward enhanced administrative and enforcement mechanisms.

The Crawford Report maintained that the threat of unmeritorious lawsuits would be offset by the inclusion of certain procedural safeguards in Bill 198, such as the requirement to obtain court approval to bring the lawsuit.[25] In addition, the "loser pays" principle of Ontario law requires the losing party in a civil suit to pay the legal costs of the winning party. The Report also observed that Ontario courts have recently shown "little patience" with American-style "strike suits."

The Standing Committee's Recommendation

The Standing Committee believes the civil liability provisions for continuous disclosure, as contained in Bill 198, and as amended by (former) Bill 41, would both enhance investor protection and act as a deterrent to misrepresentations and failures to make timely disclosure.

In our view, any concerns about the potential for frivolous litigation are answered by the safeguards included in Bill 198, by Ontario's "loser pays" rule, and by the reluctance of Ontario courts to approve lawsuits that do not have demonstrated merit.

As for the potential liability under Bill 198 being "excessive," we note that the liability caps imposed under the Bill represent a compromise position. One of the original proposals for reform was to establish a "full compensation" scheme, as has developed in the United States.[26]

Recommendation 10

The government should reintroduce the relevant provisions of the former Bill 41, and proclaim the civil liability provisions of Bill 198.

CORPORATE GOVERNANCE AND ACCOUNTABILITY OF PUBLIC COMPANIES

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 61 of the Crawford Report reads:

> 61. We recommend that the Act be amended to give the Commission rulemaking authority over corporate governance matters more generally.

[25] Under Bill 198, a court may allow a suit to proceed only if it is satisfied that the suit is being brought in good faith and that the plaintiff has a reasonable chance of succeeding at trial.

[26] Full compensation was one of the alternatives considered by the Allen Committee (named after its chair, Tom Allen), established by the Toronto Stock Exchange in 1994 to examine continuous disclosure issues.

> For example, we would support giving the Commission rulemaking authority to make rules relating to the composition, functioning and responsibility of boards of directors and nominating and compensation committees.

Discussion

The Crawford Report observed that securities legislation has historically focused on disclosure of information to investors rather than on corporate management. However, the recent corporate scandals in the United States make it clear that corporate governance directly affects the integrity of securities markets.

Accordingly, the Five-Year Review Committee recommended in its Draft Report that the Ontario Securities Commission be given specific rulemaking powers. These included the power to make rules requiring that CEOs and CFOs of public companies certify the accuracy of financial statements, and rules regarding the structure of company audit committees. These recommendations have been implemented.

Recommendation 61 of the Crawford Report would give the Commission authority to make rules concerning corporate governance matters more generally, including rules to deal with such matters as the composition and operation of boards of directors and compensation committees. This would be consistent with recent reforms at the New York Stock Exchange and NASDAQ, and would reflect increased public concern over corporate governance matters generally. Purdy Crawford told the Standing Committee that the Commission has not yet received this rulemaking authority, with the result that certain governance matters are now policy initiatives, rather than binding rules. He urged the Standing Committee to support this recommendation.

We received few other submissions on this specific issue. One presenter expressed support for the recommendation, but recommended that the new rulemaking power also give the Commission power to require corporations to adopt a "business code of ethics," in which the company declares its fundamental values and beliefs.[27]

The Standing Committee notes that the Crawford Report's recommendation stems from a larger debate over the appropriate model for reforming Canadian securities law in the wake of the corporate scandals in the U.S. One school of thought holds that Canadian regulators must adopt tough new regulatory standards, similar to those implemented under the *Sarbanes-Oxley Act* in the U.S., but fitted to Canadian conditions. Proponents of this "rules-based" approach say that the voluntary corporate governance standards established by the Toronto Stock Exchange are no longer adequate. Tough regulatory standards, it is argued, are necessary to attract new capital and inspire confidence in investors. David

[27] See the submission of the Social Investment Organization, 18 August 2004.

Brown, the Chair of the Ontario Securities Commission, is one notable advocate of rules-based regulation.[28]

Opponents of the "rules-based" approach maintain that "principle-based" regulation is better suited to Canadian circumstances. This view holds that companies should be required to comply with general principles of disclosure, accountability and transparency, but that they should have discretion to decide how exactly they will comply with these principles. Proponents of this approach say cumbersome rules and regulations act as a deterrent to investment in Canada, and reduce the number of companies willing to be listed as public companies on the stock exchange. Barbara Stymiest, the former president of the Toronto Stock Exchange, favours principle-based regulation.[29]

The Standing Committee's Recommendation

The overall message the Standing Committee received from the public hearings is that recent events have undermined public confidence in corporate integrity, particularly among small investors.

We agree with the view that corporate governance has a direct impact on the integrity of securities markets, and support the Crawford Report's conclusion that clear, consistent and enforceable rules of corporate governance would help to restore investor confidence.

Recommendation 11

The Ontario Securities Commission should be given rulemaking authority over corporate governance matters generally, as recommended in Recommendation 61 of the Crawford Report.

SHAREHOLDER RIGHTS

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 62 reads:

> 62. We support the reforms to the CBCA [*Canada Business Corporations Act*] relating to proxy solicitation. We strongly recommend that Part XIX of the Act be similarly amended to ensure that shareholders are able to communicate with each other in prescribed circumstances without having to file an

[28] The debate over rules-based regulation versus principle-based regulation is reviewed in Christopher C. Nichols, *The Canadian Response to Sarbanes-Oxley* (Capital Markets Institute, January 2003). This paper may be viewed at http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/Canadian%20Response%20to%20SOX.pdf.

[29] Ibid.

> information circular. We also recommend that the Commission co-ordinate with the provincial government so as to ensure that amendments adopted under the OBCA [Ontario *Business Corporations Act*] and the Act are uniform. We further urge the Commission to consider whether it has the authority to incorporate by reference the requirements of another Canadian statute such as the OBCA or CBCA with respect to proxy solicitation, rather than stating the rules explicitly in the Act.

Discussion

The Crawford Report expressed concern that the proxy solicitation rules contained in Ontario corporate and securities laws are too restrictive, and that they could deter shareholders from communicating with each other. Of particular concern is ongoing confusion over what constitutes "solicitation." It was also noted that recent amendments to federal corporate law eliminated these interpretive difficulties. As a result, Ontario law is now inconsistent with federal law, and shareholders are even more confused about when they can communicate with each other.

The Standing Committee heard from two witnesses on this issue, the Ontario Teachers' Pension Fund and the Canadian Coalition for Good Governance. Their theme was that shareholders have a right to be informed, and that this includes being able to speak with participants in the market and with each other. Specifically, they say that when a problem arises, or when a controversial corporate proposal is made, shareholders must be able to discuss their concerns. Both groups consider the Crawford Report's recommendation to be a matter of significant importance to shareholders and urged the Standing Committee to support it.

Although beyond the scope of the Crawford Report's recommendations on proxy solicitation and shareholder communication during take-over bids, the Standing Committee would like to note an interesting submission we received on the subject of shareholder rights. This submission proposed the creation of an independent, non-profit organization of shareholders (modelled on the Citizen Utility Boards in the United States) that would be able to represent shareholder interests before regulators, the government and the courts. It was suggested that these shareholder groups could be established, at no cost to either the government or to the business sector, through a pamphlet system. Specifically, publicly traded corporations and mutual fund companies would be required to enclose a pamphlet in their annual reports to individual shareholders, stating that investors could become members of a shareholder group for a small annual fee (e.g., $30). It was estimated that even if only 4% of investors became members, this would be

sufficient to establish "a broad-based, well resourced, self-sustaining group" that would be an effective advocate for individual shareholders in Canada.[30]

The Standing Committee's Recommendation

When this proposal was first published in the Five-Year Review Committee's Draft Report, the majority of comments the review committee received were supportive; no substantive opposition was expressed. The Standing Committee heard no objections to this recommendation.

Recommendation 12

The government should introduce legislation to amend the proxy solicitation rules in Ontario's corporate and securities laws, as recommended in Recommendation 62 of the Crawford Report.

MUTUAL FUND GOVERNANCE

The Crawford Report Recommendation

Recommendation 66 reads:

> 66. We recommend that the Commission and the CSA introduce a requirement for all publicly offered mutual funds to establish and maintain an independent governance body. When, in the reasonable opinion of the independent directors, the manager has placed its interests ahead of those of unitholders of a mutual fund through self-dealing, conflict of interest transactions or other breach of its fiduciary obligations, this body should have the right either to terminate the manager or to tell the unitholders about the manager's actions and provide unitholders with a period of time within which to redeem their units at no cost.

Discussion

The Crawford Report concluded that the current structure of mutual fund governance contains an inherent potential for conflict of interest. Mutual funds are organized and promoted by a company known as the fund manager. However, because the manager is in business to be profitable for itself, there is the potential for conflict between the decisions the manager makes in its own interest and the decisions it makes in the interests of the unitholders of the mutual fund. For example, the mutual fund might, without the knowledge of its unitholders, use

[30] See the submission of Democracy Watch, 19 August 2004.

funds raised from investors to make investments in companies related to the management company.

To address this potential conflict, the Crawford Report recommended that the Ontario Securities Commission and the CSA require all publicly offered mutual funds to establish and maintain an independent governance body. In addition, the independent directors should have the power to terminate the manager if, through self-dealing, conflict of interest or breach of fiduciary duty, it has placed its interests ahead of the interests of the unitholders. Alternatively, the directors should be able to tell the unitholders about the mangers actions and give them time to redeem their units at no cost.

Purdy Crawford outlined for the Standing Committee a number of developments in the mutual funds industry that have occurred since the Five-Year Review Committee issued its recommendation in early 2003:

- New York's Attorney General, Elliot Spitzer, has launched investigations into late trading and market timing by mutual funds in the U.S.
- The Ontario Securities Commission has been conducting its own reviews of late trading and market timing practices within the Canadian mutual fund industry.
- The SEC in the U.S. published a proposal for stricter governance requirements for investment funds.
- In January 2004, the CSA issued a proposal for a new National Instrument to address this issue.

Regarding this last development, Mr. Crawford remarked that critics consider the CSA proposal to be a "watered down" version of an earlier CSA proposal. The latest version proposes independent review bodies for mutual funds, but would not give these bodies real power to disagree with the fund manager.

Mr. Crawford stated that the members of the Five-Year Review Committee "continue to stand by our recommendation in the Final Report." Furthermore, he suggested that in light of recent developments, if the review committee were meeting today it would be reconsidering its decision to back away from a stronger recommendation that was included in the Draft Report. That proposal would have given the independent directors the right to terminate a mutual fund manager for poor performance of the fund (in addition to the other grounds for termination mentioned in the final recommendation).

The Investment Funds Institute of Canada, representing the mutual fund industry, told the Standing Committee that it supports the concept of independent oversight bodies, but disagrees strongly with the proposal to give such bodies the right to terminate a fund manager. In the industry's view, investors already have an effective right to terminate fund managers, since they have the right to redeem their investments on demand and to invest that money in another fund. The

industry argues that giving independent governance bodies the power to terminate managers would, in effect, "subvert" investor choice.

The Standing Committee's Recommendation

The Standing Committee shares the Crawford Report's concerns about the state of mutual fund governance. Particularly compelling was Purdy Crawford's statement to the Standing Committee that in light of recent developments, the Five-Year Review Committee might well make a stronger recommendation today than it did in its final report.

Recommendation 13

The Ontario Securities Commission and the CSA should require publicly offered mutual funds to establish and maintain an independent governance body that provides for substantial investor protection.

NEW ENFORCEMENT POWERS

Power to Order Restitution and Restitution Orders under Section 128 of the Securities Act

The Crawford Report Recommendations

Recommendations 75, 76 and 77 read:

> 75. We recommend that the Commission monitor the exercise by the Manitoba Securities Commission and the FSA of their respective new restitution powers and consider the practical implications of the exercise of this power, with a view to revisiting in the future whether a power to order restitution would be an appropriate remedy for the Commission.
>
> 76. We encourage the Commission to consider exercising its discretion, in appropriate cases, to apply to the court under section 128 of the Act for a restitution or compensation order.
>
> 77. We recommend that consideration be given to the desirability and implications of amending section 128 of the Act to permit investors, in certain circumstances, to apply to the court directly for an order for restitution or compensation.

Discussion

Traditionally, regulatory agencies such as the Ontario Securities Commission do not have the power to order restitution, since the goal of regulatory legislation is protective, rather than remedial. Nevertheless, the Crawford Report recognized that the role of the regulatory agency is evolving, as demonstrated in Manitoba and the United Kingdom, where securities commissions now have the power to make restitution orders directly.

Investor advocates and individual investors appearing before the Standing Committee supported giving the Commission the power to make restitution orders. They say existing remedies, namely, arbitration and the courts, are prohibitively expensive for the average investor, and often do not result in the recovery of lost savings. On the other side, corporate defendants typically have vast resources to defend themselves. The consequence is that obtaining justice for victims of white-collar crimes is not practical.

Securities law expert, Phil Anisman, told the Standing Committee that restitution or compensation "is the most useful form of protection for an investor who has suffered a loss as a result of a violation of Ontario securities laws," and suggested that the Five-Year Review Committee was inconsistent on this issue. On the one hand, it stopped short of recommending that the Commission be given restitution powers because the Commission's role is protective, not remedial. But on the other hand, this did not prevent the review committee from recommending in its Draft Report that the Commission be given the power to order administrative penalties and to order disgorgement (recommendations implemented by the Ontario Legislature in 2002).

Mr. Anisman downplayed the Crawford Report's concern that giving the Commission restitution powers might increase the complexity of Commission hearings, by necessitating inquiries into such matters as identifying victims and proving victim losses. He believes the Commission can minimize this problem by exercising its existing power to control its own proceedings, including deciding who may appear as a wronged investor.

The Crawford Report found that although the Commission has discretion under s. 128 of the *Securities Act* to apply to the courts for a restitution or compensation order, it has done so only once. One witness told the Standing Committee that the Commission has adopted a policy that it will not exercise its discretion under s. 128, as this would not be an appropriate role for a regulator. A number of witnesses supported the recommendation to encourage the Commission to make greater use of this power.

The Standing Committee's Recommendation

The Standing Committee believes that investors, especially small investors, need practical remedies when they have suffered a loss as a result of a violation of Ontario's securities laws, rules or policies.

Recommendation 14

The Standing Committee recommends that the government work with the Ontario Securities Commission to establish a workable mechanism that would allow investors to pursue restitution in a timely and affordable manner and that the government report on its progress in this regard within 12 months. This work should take into account any measures to separate the adjudicative function of the Commission.

APPENDIX 1: RECOMMENDATIONS OF THE STANDING COMMITTEE

1. The next review committee should be struck in May 2007. The committee should deliver an interim report by May 2008 and a final report by early 2009. Thereafter, a review committee should be appointed four years after the date of the establishment of the previous committee. This recommendation is in no way intended to discourage or preclude the Minister of Finance from initiating reviews of individual issues, as necessary.

2. The Standing Committee recognizes the critical need for a single securities regulator, and strongly recommends that the Ontario government continue to work with all stakeholders, including Ministers in other provinces, toward the development of a single securities regulator. The key elements of the new regulatory system should be one new regulator, one common body of securities law and one set of fees.

3. The government should introduce securities transfer legislation modelled on revised Article 8 of the Uniform Commercial Code in the United States.

4. The Standing Committee believes that the status quo is unacceptable, and recommends that the government initiate a review of the Legislature's oversight of the Ontario Securities Commission. Any new oversight mechanism should include a requirement that the annual reports of the Commission be automatically referred to a Committee of the Legislature, and should ensure that the Committee has the ability to compel witnesses to appear before it, including the responsible minister, to answer questions regarding progress in implementing recommendations approved by the Legislature.

5. The adjudicative function of the Ontario Securities Commission should be separated from its other functions, based on the recommendations of the Fairness Committee.

6. The Ontario Securities Commission should not be given basket rulemaking authority.

7. The Ontario Securities Commission should not be given power to issue blanket rulings and orders; however, the Standing Committee recognizes that the Commission needs to be able to act in a timely manner and asks the government to study alternative mechanisms that would enhance efficiency, without sacrificing investor protection.

8. The government should closely monitor the implementation of Recommendation 28 of the Crawford Report, and should ask the Ontario Securities Commission to report on the progress in implementation in its annual report to the Legislature.

9. The government should establish a task force to review the role of SROs, including whether the trade association and regulatory functions of SROs should be separated.

10. The government should reintroduce the relevant provisions of the former Bill 41, and proclaim the civil liability provisions of Bill 198.

11. The Ontario Securities Commission should be given rulemaking authority over corporate governance matters generally, as recommended in Recommendation 61 of the Crawford Report.

12. The government should introduce legislation to amend the proxy solicitation rules in Ontario's corporate and securities laws, as recommended in Recommendation 62 of the Crawford Report.

13. The Ontario Securities Commission and the CSA should require publicly offered mutual funds to establish and maintain an independent governance body that provides for substantial investor protection.

14. The Standing Committee recommends that the government work with the Ontario Securities Commission to establish a workable mechanism that would allow investors to pursue restitution in a timely and affordable manner and that the government report on its progress in this regard within 12 months. This work should take into account any measures to separate the adjudicative function of the Commission.

APPENDIX 2: WITNESSES AND SUBMISSIONS

Organization/Individual	Date of Appearance	Hansard Url
Advocis (Financial Advisors Association of Canada)	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA517
Alberta Securities Commission	Written Submission	
Anisman, Phil	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA876
Balfour, Richard J.	Written Submission	
Bazos, Anthony	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA709
Canadian Association for Retired Persons	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA879
Canadian Bankers Association	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA950
Canadian Coalition for Good Governance	Written Submission	
Canadian Depository for Securities	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA600
Canadian Public Accountability Board	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA443
Centre for Corporate and Public Governance	Written Submission	
Certified General Accountants of Ontario	Written Submission	
Civil Liability Coalition	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA646
Coady, Martha	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA832
Consumer Council of Canada	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA382
Crawford, Purdy	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA32
Democracy Watch	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA250
DeTorro, J. Edward	Written Submission	
Elford, Larry	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA704
Fried, Joel	Written Submission	
Gibson, Sandra	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA492
Hollander, John	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA776
Hutton, Gloria	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA226

Organization/Individual	Date of Appearance	Hansard Url
Investment Dealers Association of Canada	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA626
Investment Funds Institute of Canada	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA818
Killoran, Joe	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA173
Kyle, Robert	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA339
Ontario Bar Association	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA733
Ontario Chamber of Commerce	Written Submission	
Ontario Securities Commission	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA481
Ontario Teachers' Pension Plan	Written Submission	
Phillips, Gerry, Chair of Management Board of Cabinet	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA55
Rosen, Al	Written Submission	
Scavone, Robert	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA851
Scott, William A.	Written Submission	
Small Investor Protection Association	Written Submission	
Social Investment Organization	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA778
Stromberg, Glorianne	Written Submission	
Toronto Stock Exchange	Written Submission	
Urquhart, Diane	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA729
Verdun, Robert	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA924
Weissglas, William	18 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA998
Winkler, Paul	Written Submission	
Wotton, Ernest	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA574
Yudelman, David	19 August 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA313

APPENDIX 3: RECOMMENDATIONS OF THE FIVE-YEAR REVIEW COMMITTEE (THE CRAWFORD REPORT) – CURRENT STATUS

In the introduction to the Standing Committee's Report, we noted that of the 95 recommendations contained in the Crawford Report, 20 have been implemented or require no further action.

The Crawford Report's 95 recommendations are reproduced below. After each recommendation is a note on its status. Where a recommendation of the Crawford Report is addressed in the Standing Committee's report, that is noted as well.

1. We recommend that the provinces, territories and federal government work towards the creation of a single securities regulator with responsibility for the capital markets across Canada. To this end, we strongly encourage the Government of Ontario to actively support the Wise Persons' Committee recently established by the Federal Finance Minister. *(Requires legislation and structural change. See Report of the Standing Committee: "A Single Securities Regulator")*

2. In the meantime, we recommend that certain steps be undertaken by securities regulators to simplify the current regulatory regime in Canada: (i) We recommend that securities regulators continue to harmonize securities regulation across Canada; (ii) We recommend that securities regulators be given the authority to delegate any power, duty, function or responsibility conferred on them to another securities regulatory authority within Canada, and that they actively engage in delegation among themselves. We therefore recommend the Act be amended to give the Commission this delegation authority, and that the necessary consequential amendments to the immunity provisions in the Act be made; (iii) We recommend that securities legislation across the country be amended to provide for 'mutual recognition' so that the rules of the jurisdiction having the closest connection to a transaction or market participant will govern that transaction or market participant, and other affected jurisdictions will recognize and allow those rules to be applied in place of their own. *(Requires legislation)*

3. We strongly encourage the move by both Canadian regulators and standard setters to International Accounting Standards and hope that Canada will continue to play a role in this area with the ultimate goal of permitting both domestic and foreign issuers to report under IAS without a reconciliation to Canadian GAAP. *(Requires Commission rule)*

4. We recommend that the Commission and the CSA permit both foreign and Canadian companies to prepare their financial statements in accordance with U.S. GAAP. Issuers who prepare their financial statements in accordance with U.S. GAAP should be required to reconcile the statements to Canadian GAAP during a transitional period. The duration

of the transitional period should be determined by the regulators taking into account whether significant comparability issues will arise if no reconciliation is provided. *(Requires Commission rule)*

5. We strongly encourage the Commission and the CSA to continue developing securities transfer legislation modelled on revised Article 8 of the Uniform Commercial Code in the U.S. and we urge governments across Canada to ensure that such legislation is adopted on a uniform basis as soon as possible. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Uniform Securities Transfer Legislation")*

6. We encourage the Commission to continue its ongoing participation in IOSCO initiatives and urge the Commission to adopt, in a timely fashion, changes to its rules to implement the international standards emanating from IOSCO. *(Requires Commission rule)*

7. We recommend that the CSA, provincial and territorial governments and the federal government move to adopt a system of harmonized functional regulation across Canada, whereby all Canadian capital market activities, products and conduct are regulated in a similar fashion and are subject to similar standards despite the differences between the various institutions or market participants offering the products or services to the marketplace. In the interim, we encourage continued regulatory co-operation and co-ordination in the financial services area through participation in endeavours such as the Joint Forum of Financial Regulators. *(Requires legislation and structural change)*

8. We recommend that the Minister of Finance and the Commission consider whether studies of specific aspects of the Commission's operations, similar to those conducted of the SEC by the General Accounting Office in the U.S., should be undertaken. *(Requires government action. See Report of the Standing Committee: "The Ontario Securities Commission")*

9. We recommend that the current structure of the Commission as a multi-functional agency be given further thought and study by the Commission and the Minister on a priority basis. *(Requires legislation and structural change. See Report of the Standing Committee: "The Ontario Securities Commission")*

10. We recommend that section 2.1 of the Act be amended to include the following additional principles to be considered by the Commission in pursuing the purposes of the Act:

    - Effective and responsive securities regulation should promote the informed participation of investors in the capital markets.

- Capital markets are international in character and it is desirable to maintain the competitive position of Ontario's capital markets.

- Innovation in Ontario's capital markets should be facilitated.

- The administration and enforcement of Ontario securities law should not unnecessarily impede or distort competition among persons carrying on regulated activities.

(Requires legislation)

11. We recommend that the Act be amended to the extent necessary to ensure that the basic principles relevant to securities legislation are contained in the Act. *(Requires legislation)*

12. We recommend that the Commission, together with the Government of Ontario, seek to streamline the Act by incorporating detailed requirements in the rules. In addition, we believe that the Act should accurately reflect current law. This may result in certain exemptions being removed from the Act altogether where they have been superseded by a rule. *(Requires legislation)*

13. We recommend that the Act be amended to give the Commission 'basket' rulemaking authority that is substantially identical to that conferred on the Lieutenant Governor in Council pursuant to clause 143(2)(b) of the Act. The Commission should be given the authority to make rules respecting any matter that is 'necessary or advisable for carrying out the purposes of the Act.' *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Rulemaking")*

14. We recommend that the Minister indicate the names of commenters who have raised concerns about a particular proposed rule during the Ministerial review period and the nature of the concerns raised. This, in turn, will permit the Commission to satisfy its statutory obligation to make public the fact that a rule has been rejected or returned by the Minister and why. *(Requires government action)*

15. We recommend that the Act be amended to require that the Commission republish for comment a proposed rule where the Commission proposes material changes to the rule, having regard to:

a. the nature of the changes proposed to the rule as a whole; and

b. whether the final rule is a logical outgrowth of the rulemaking process when viewed in light of the original rule proposal and request for comments. We further recommend that a similar test be adopted for republication of proposed policies. *(Requires legislation)*

16. We recommend that the Commission publish black-lined versions of its rules and policies when (i) making changes to existing rules and policies; and (ii) republishing for comment a proposed rule or policy. *(Requires Commission action)*

17. We recommend that the Commission limit the number of projects that it takes on and focus its resources on fewer critical policy issues. We further recommend that the Commission streamline its internal rulemaking process by establishing internal standards for the development of rule and policy proposals, including benchmark timeframes for reviewing and responding to comments on a rule or policy proposal. We recommend that the Commission publish these internal standards and report on its performance against such standards. *(Requires Commission action)*

18. In order to enhance the timely implementation of policy changes, we encourage the Commission and the CSA to be willing to adopt practical, if not perfect, solutions. *(Requires Commission action)*

19. When the Commission is conducting cost-benefit analyses of proposed rules, as required under the Act, we recommend that the Commission conduct or commission empirical studies to assess the effectiveness, costs and benefits of the proposed rule. *(Implemented by Commission action)*

20. We recommend that each cost-benefit analysis which the Commission conducts concerning a proposed rule should specify whether a proposed rule contributes to harmonizing securities laws across Canada and should discuss the expected effect of the new rule on harmonization and co-operation. If adoption of the new rule is expected to lessen harmonization or co-operation, the Commission should describe why it should nevertheless be adopted. *(Requires Commission action)*

21. We recommend that the Act be amended to allow the Commission to issue blanket rulings and orders that provide exemptive relief only. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Rulemaking")*

22. We recommend that the Commission publish exemption orders granted from the requirements of securities rules. We also recommend that the Commission provide notice when applications for exemptive relief are not granted, and of the reason for the refusal, subject to keeping the name of the applicant confidential. *(Requires Commission action)*

23. We recommend that the Act be amended to require that future review committees be appointed five years after the date of delivery of the final report of the previous committee. We also recommend that Committee

membership represent a diversity of backgrounds and interests relevant to the capital markets. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Introduction")*

24. We recommend that the CSA consider whether NP 11-201 *Electronic Delivery of Documents* and NP 47-201 *Trading Securities Using the Internet and Other Electronic Means* conflict with provincial legislation such as the ECA. We believe that the CSA should ensure that its guidance continues to be relevant and should issue a communiqué to market participants setting out its views. *(Requires Commission action)*

25. In light of investor protection concerns, we believe that it would not be prudent to eliminate the need for dealer registrant involvement in Internet offerings. *(No action required)*

26. The CSA should monitor the success of the limited form of access-equals-delivery contemplated by proposed National Instrument 51-102 *Continuous Disclosure Obligations* with a view to determining whether the access-equals-delivery model can be expanded to encompass additional documents which securities legislation requires be delivered to investors. *(Requires Commission action and rule)*

27. We recommend that the registration requirement relating to trading in securities should be moved to a model requiring the person or company to be 'in the business' of trading. However, we would only support such a change if it were to be adopted across the country. *(Requires legislation)*

28. We believe that the Act should continue to distinguish between the requirement to be registered to advise concerning securities and the requirement to be registered to trade in securities (or, as we propose in our earlier recommendation, to be in the business of trading in securities). However, we recommend that the Commission and CSA carefully review the proficiency, experience and suitability requirements applicable to dealers and employees to ensure that they are sufficiently flexible to permit various models for delivering advice while at the same time ensuring that they are sufficiently rigorous to match the increasingly important role of 'incidental advice' provided by dealers and salespersons. *(Requires Commission action and rule. See Report of the Standing Committee: "Regulation of Market Participants")*

29. We encourage the Commission, together with the CSA, to continue to monitor the use of financial portals by market participants, and to facilitate their development where appropriate. Where portals conduct activity in violation of the requirements of the Act, regulators can address this conduct through enforcement proceedings where appropriate. *(Requires Commission action)*

30. We recommend that securities legislation in the provinces be amended to provide consistent substantive registration requirements across the country. We further recommend that the NRD be modified following its launch to permit investors to access relevant information about registrants, including industry experience, any previous disciplinary proceedings to which the registrant was subject, and the products which the registrant is licensed to sell. *(Requires Commission action and rule)*

31. We recommend the Act be amended to eliminate the universal registration requirements. *(Requires Commission rule and possible legislation)*

32. We recommend that the Act be amended to authorize the Commission to require SROs to apply for recognition where an SRO is taking on activities which are properly discharged by, or subject to the oversight of, the Commission if the SRO has not otherwise applied to be recognized. *(Requires legislation)*

33. We recommend that clearing agencies should be required to obtain recognition through an amendment to section 21.2 of the Act to provide that 'No person or company shall carry on business as a clearing agency unless recognized by the Commission.' We also recommend that the Commission re-examine the definition of 'clearing agency' in section 1(1) of the Act to ensure that it properly captures the activities which should trigger the requirement to be recognized. In this regard, we suggest that consideration be given to the definition of 'clearing agency' under U.S. legislation. *(Requires legislation)*

34. We recommend that the Commission and the CSA consider whether to require quotation and trade reporting systems to obtain recognition under securities legislation and to develop a harmonized approach to quotation and trade reporting systems, including re-examining the current definition of a quotation and trade reporting system in the Act. *(Requires legislation)*

35. We believe that the Canadian Unlisted Board merits regulatory review and urge the Commission to complete its review of the Canadian Unlisted Board as soon as possible, focusing particular attention on concerns relating to transparency and reducing the Canadian Unlisted Board's exposure to abuse. *(Implemented by Commission action and rule)*

36. We recommend that the Commission study whether the Act should be amended to give SROs the following statutory powers:

    - jurisdiction over current and former members or 'regulated persons' and their current and former directors, officers, partners and employees;

    - the ability to compel witnesses to attend and to produce documents at disciplinary hearings;

- the ability to file decisions of disciplinary panels as decisions of the court;

- statutory immunity for SROs and their staff from civil liability arising from acts done in good faith in the conduct of their regulatory responsibilities;

- and the power to seek a court-ordered 'monitor' for firms that are in chronic and systemic non-compliance, close to insolvency or for other appropriate public interest criteria.

In considering these issues, the Commission should consider what checks and balances, if any, are necessary to ensure procedural fairness and protections are available to those who will be subject to the new statutory powers. *(Requires Commission action and legislation. See Report of the Standing Committee: "Regulation of Market Participants")*

37. We recommend that stock exchanges and recognized SROs be required to report to the Commission any breaches or possible breaches of securities law that they believe have occurred or may have occurred. *(Requires Commission action)*

38. We recommend that the IDA consider whether improvements can be made to certain of its structures, such as the composition of its disciplinary panels and the membership of its board of directors, to lessen perceptions of conflict of interest in self-regulation. *(Requires Commission action. See Report of the Standing Committee: "Regulation of Market Participants")*

39. We strongly support the CSA's initiative to harmonize Canadian continuous disclosure requirements and encourage the CSA to assign a high priority to this proposal to ensure its timely adoption across Canada. *(Implemented by Commission rule)*

40. We support the CSA proposal to create a statutory civil liability regime for continuous disclosure and urge the Government of Ontario to move forward as soon as possible to proclaim the legislation in force. We also encourage the governments of the other CSA jurisdictions to adopt the same regime. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Civil Liability for Continuous Disclosure")*

41. We recommend that the Commission study the appropriateness of amending the existing primary offering civil liability regime to parallel the civil liability regime for continuous disclosure in the following areas:

    - changing the joint and several liability scheme to a proportionate liability scheme;

    - extending a due diligence defence to the issuer;

- and introducing a safe harbour for forward-looking information.

(Requires Commission study and legislation)

42. We encourage the CSA to proceed with further reforms to the prospectus exemptions and the closed system with the goal of harmonizing and simplifying the requirements relating to private placements. *(Requires Commission rule)*

43. Once other reforms are implemented, such as civil liability for continuous disclosure, enhanced continuous disclosure standards for all reporting issuers, and a more integrated disclosure system overall, we believe hold periods for securities of reporting issuers could be eliminated without sacrificing investor protection while contributing significantly to more efficient capital markets. *(Requires Commission rule)*

44. We believe the need for seasoning periods in the case of reporting issuers should also be revisited with a view to their elimination if the reforms we contemplate in this Report are implemented. *(Requires Commission rule)*

45. Hold periods and seasoning periods should continue to apply to non-reporting issuers. *(No action required)*

46. We recommend the Commission examine the practice whereby control block holders reduce applicable hold periods through the use of derivatives and other monetization structures. *(Requires Commission action)*

47. We recommend that the Act's timely disclosure provisions not be amended to require disclosure of 'material information.' *(No action required)*

48. We recommend that the Commission study whether the current definition of 'material change' and timely disclosure reporting obligations should be amended to encompass:

    - a broader scope of discloseable events;

    - itemized particular company-specific events requiring timely disclosure similar to the SEC's 8-K approach;

    - and a requirement that agreements relating to the reported disclosure be filed as a schedule to the public report. *(Requires Commission action)*

49. We recommend that the existing materiality standard should be changed for all purposes under securities legislation to a reasonable investor

standard which is consistent with the materiality standard in the U.S. *(Requires legislation)*

50. Except as noted in Recommendation 51, we do not believe that legislative change is required in Ontario to address the issue of selective disclosure and we support the CSA's policy statement and an increased emphasis on enforcement in this area. *(No action required)*

51. We recommend that the CSA introduce a 24-hour safe harbour for 'unintentional' selective disclosures along the lines of the safe harbour that exists in the U.S. under Regulation FD. *(Requires Commission action)*

52. We support the CSA's proposal to reduce the filing period for filing annual financial statements to 90 days after the fiscal year end for senior issuers, and 120 days for junior issuers. We also support the CSA's proposal to reduce the filing period for filing interim financial statements to 45 days after the quarter end for senior issuers, and to maintain the current 60-day deadline for junior issuers. We recommend, however, that the CSA reconsider whether to use the TSX non-exempt company criteria to separate senior issuers from junior issuers. Instead, we recommend that the CSA consider classifying senior issuers as those issuers whose securities are listed on the TSX and junior issuers as those issuers whose securities are listed on the TSX Venture Exchange. *(Implemented by Commission rule)*

53. We recommend that in due course the CSA consider shortening even further the filing deadlines for annual and interim financial statements to 60 and 35 days respectively to parallel recent rule changes made by the SEC. *(Requires Commission rule)*

54. We recommend that Ontario securities legislation be amended to require that quarterly financial statements must be reviewed by the issuer's external auditor. We endorse in principle providing junior issuers with an exemption from this requirement. The nature and scope of the exemption should be determined by the Commission, taking into account the costs and benefits associated with the requirement with particular attention being paid to the type of issuer and the stage of development of the issuer. We also recommend, however, that any issuer subject to an exemption from the requirement should be required to disclose that its quarterly statements have not been reviewed by an external auditor. *(Implemented by Commission rule)*

55. We recommend that Ontario securities law be amended to require that all news releases of reporting issuers must be filed on SEDAR. *(Implemented by Commission rule)*

56. We recommend that the GAAP exemption available to banks and insurance companies in subsection 2(3) of the Regulation to the Act be removed. *(Implemented by regulation)*

57. We urge the Commission and the Public Interest and Integrity Committee of the Canadian Institute of Chartered Accountants to adopt auditor independence standards on a priority basis, to proactively monitor ongoing U.S. developments relating to auditor independence and to consider what further reforms are necessary to ensure that Canada does not fall behind international standards. *(Implemented by Canadian Institute of Chartered Accountants)*

58. We recommend that the Commission adopt amendments to proxy disclosure rules to require public companies to disclose in their proxy statements their expenditures for both audit and non-audit services. Amendments to proxy disclosure rules should be undertaken once the Public Interest and Integrity Committee of the Canadian Institute of Chartered Accountants has finalized its proposed independence standards and should take into account those standards as well as recent proposed SEC rule changes for auditor independence. *(Implemented by Commission rule)*

59. We endorse the recent amendments to the Act that, when proclaimed in force, will give the Commission rulemaking authority to address all aspects of the certification regime recently adopted by the SEC. In this regard, we urge the Government of Ontario to proclaim the rulemaking amendments in force on a timely basis to permit the Commission to embark on rulemaking in this area. *(Implemented by Commission rule)*

60. We endorse the recent amendment to the Act that, when proclaimed in force, will give the Commission rulemaking authority to prescribe requirements relating to the functioning and responsibilities of audit committees of reporting issuers. We encourage other CSA jurisdictions to give their commissions similar powers, and we urge the CSA to work together on an expedited basis to establish standards for audit committees that will make Canadian audit committees 'best in class' internationally. We also encourage the CSA to be sensitive to the needs and resources of small-cap issuers in crafting any rule proposals. *(Implemented by Commission rule)*

61. We recommend that the Act be amended to give the Commission rulemaking authority over corporate governance matters more generally. For example, we would support giving the Commission rulemaking authority to make rules relating to the composition, functioning and responsibility of boards of directors and nominating and compensation committees. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Corporate Governance and Accountability of Public Companies")*

62. We support the reforms to the CBCA relating to proxy solicitation. We strongly recommend that Part XIX of the Act be similarly amended to ensure that shareholders are able to communicate with each other in prescribed circumstances without having to file an information circular. We also recommend that the Commission co-ordinate with the provincial government so as to ensure that amendments adopted under the OBCA and the Act are uniform. We further urge the Commission to consider whether it has the authority to incorporate by reference the requirements of another Canadian statute such as the OBCA or CBCA with respect to proxy solicitation, rather than stating the rules explicitly in the Act. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "Shareholder Rights")*

63. We recommend that the Commission, together with the CSA, undertake further study to determine whether amendments to securities law to relax the requirements relating to communications with and among shareholders in the context of a take-over bid should be enacted. *(Requires Commission action)*

64. Nothing has come to our attention that would support the need to regulate arrangements and take-over bids in an identical fashion. We believe that, as a matter of public policy, parties to commercial transactions should have the freedom to structure transactions to achieve their business purposes as long as these transactions, and the legislation that governs these transactions, are fair to all interested parties. *(No action required)*

65. We recommend that the Commission prepare a policy statement setting out guidance as to the factors to consider in determining when, in the context of take-over bid, a poison pill should be terminated. *(Requires Commission action)*

66. We recommend that the Commission and the CSA introduce a requirement for all publicly offered mutual funds to establish and maintain an independent governance body. When, in the reasonable opinion of the independent directors, the manager has placed its interests ahead of those of unitholders of a mutual fund through self-dealing, conflict of interest transactions or other breach of its fiduciary obligations, this body should have the right either to terminate the manager or to tell the unitholders about the manager's actions and provide unitholders with a period of time within which to redeem their units at no cost. *(Requires Commission rule. See Report of the Standing Committee: "Mutual Fund Governance")*

67. We recommend that the process by which potential directors of mutual fund governance bodies are identified and nominated be expanded so as to include a broader range of potential directors. We further recommend that the majority of directors be independent of the management company. Lastly, the potential liability and defences available to directors of fund

governance agencies needs to be settled in the legislation. *(Requires legislation and Commission action)*

68. We believe that the mutual fund governance body should have certain characteristics, including: independence from the manager; a majority of independent directors; the right to retain counsel and other independent advisers; the right to set its compensation and establish the obligation of each member to disclose annually all fees received from the fund and all affiliated funds; and the right to terminate the manager in specified circumstances. *(Requires Commission rule)*

69. We believe that it is important to identify certain fundamental responsibilities of the mutual fund governance body. We believe these responsibilities should include, at a minimum, overseeing the establishment and implementation of policies related to conflict of interest issues; monitoring fees, expenses and their allocation; receiving reports from the manager concerning compliance with investment goals and strategies; reviewing the appointment of the auditor; meeting with the fund's auditor; and approving material contracts. *(Requires Commission rule)*

70. We urge regulators and the mutual fund industry to work together to determine what standards or requirements should be satisfied by mutual fund managers before they are permitted to establish, promote and run a publicly offered mutual fund; who is best positioned to establish those standards or requirements and to monitor compliance with them; and whether registration of mutual fund managers is necessary and justifiable, from a cost-benefit point of view, as a means of imposing and monitoring compliance with the applicable standards or requirements for mutual fund managers. *(Requires Commission rule)*

71. We recommend that subsection 143(31) of the Act be amended, if required, to give the Commission the necessary authority to address mutual fund governance reform through its rulemaking power. *(Requires legislation)*

72. We recommend that the Commission provide guidance, in the form of a set of principles or guidelines, setting out the considerations that may be taken into account in determining the appropriate sanction to be applied in the context of administrative proceedings under section 127 of the Act. *(Requires Commission action)*

73. We suggest that consideration be given to whether it would be appropriate for the Commission to have rule-making authority to deal with issues relating to the administration and distribution of money ordered by the Commission to be disgorged. *(Requires legislation)*

74. We recommend that a new offence be created under section 122 of the Act, for failing to fulfil, or contravening, a written undertaking to the Commission or the Executive Director. We also recommend that the Commission ensure that persons giving written undertakings to the Commission or the Executive Director are made aware that contravening or failing to fulfil such undertakings is an offence. *(Requires legislation)*

75. We recommend that the Commission monitor the exercise by the Manitoba Securities Commission and the FSA of their respective new restitution powers and consider the practical implications of the exercise of this power, with a view to revisiting in the future whether a power to order restitution would be an appropriate remedy for the Commission. *(Requires Commission action. See Report of the Standing Committee: "New Enforcement Powers")*

76. We encourage the Commission to consider exercising its discretion, in appropriate cases, to apply to the court under section 128 of the Act for a restitution or compensation order. *(Requires Commission action. See Report of the Standing Committee: "New Enforcement Powers")*

77. We recommend that consideration be given to the desirability and implications of amending section 128 of the Act to permit investors, in certain circumstances, to apply to the court directly for an order for restitution or compensation. *(Requires legislation. See Report of the Standing Committee: "New Enforcement Powers")*

78. We recommend that, as a condition of its recognition of an SRO, the Commission should require the SRO to require its members to participate in and agree to be bound by any national complaint-handling system that is in place, as well as any industry-sponsored dispute resolution program that may be applicable. We favour transparency in connection with such programs and strongly encourage the publication of statistics relating to the use of the programs as well as particulars concerning the outcomes of cases or the resolution of complaints. *(Implemented by Commission action)*

79. We encourage the financial services industry to monitor the national complaint-handling system, in particular in the first year of its operation, to ensure that it is working as intended. Assuming that the system is successfully implemented, we recommend that the financial services industry then consider establishing a dispute resolution system on a similar, national basis. *(Requires SRO action)*

80. We strongly encourage SROs that have or may be contemplating alternative dispute resolution programs to, at a minimum, require their members to advise customers of the availability of such programs. *(Implemented by SRO action)*

81. We recommend that paragraph 127(1)7 of the Act be amended to authorize the Commission to order that a person resign one or more positions that the person holds as a director or officer of an issuer, *registrant or manager of a mutual fund* (changes in italics). *(Requires legislation)*

82. We recommend that paragraph 127(1)8 of the Act be amended to authorize the Commission to order that:

    - a person be prohibited from becoming or acting as a director or officer of any issuer, *registrant or manager of a mutual fund*; and

    - *a person or company be prohibited from becoming or acting as a manager of a mutual fund or as a promoter fund* (changes in italics). *(Requires legislation)*

83. We recommend that a new paragraph be created under subsection 127(1) of the Act, authorizing the Commission to order that a person or company:

    - comply with or cease contravening:

        i. Ontario securities law; or

        ii. a direction, decision, order or ruling made under a by-law, rule or other regulatory instrument or policy of a recognized SRO or exchange.

    - comply in the future or take steps to ensure future compliance with Ontario securities law, or a direction, decision, order or ruling made under a by-law, rule or other regulatory instrument or policy of a recognized SRO or exchange. *(Requires legislation)*

84. We recommend that paragraph 127(1)2 of the Act be amended to expressly provide that 'trading' in securities for purposes of that paragraph includes the purchase of securities. *(Requires legislation)*

85. We recommend that section 122 of the Act be amended to include a provision permitting the Ontario Court of Justice to make an order, where appropriate, that the defendant compensate or make restitution to persons who have suffered a loss of property as a result of the commission of an offence by the defendant. *(Requires legislation)*

86. We recommend that the Commission issue a policy statement providing interpretive guidance on the scope of the confidentiality provision in section 16 of the Act and clarifying the process for making an application for disclosure under section 17 of the Act, including the issue of standing to bring such an application. *(Requires Commission action)*

87. We recommend that once the provisions of the 2002 Amendments are proclaimed into force, the CSA amend subsection 3.1(2) of National Instrument 23-101 *Trading Rules* to provide that the anti-fraud and market manipulation provisions in the Act will apply in Ontario. *(Requires legislation and Commission rule)*

88. We recommend that, in appropriate cases, the Commission consider pursuing alternative enforcement mechanisms available under sections 127 and 128 of the Act as a regulatory response to illegal insider trading. *(Requires Commission action)*

89. We recommend that the Government of Ontario consider amending the Act to broaden existing insider trading civil liability provisions by deleting the privity requirement in section 134 of the Act. We further recommend that consideration be given to including a provision that limits liability under this section to the amount of profit gained or loss avoided by the insider as a result of the transaction or transactions in question. Any such liability should also be reduced by the amount required to be disgorged pursuant to an order by the court, or the Commission, if applicable, in a proceeding relating to the same transaction or transactions. *(Requires legislation)*

90. We recommend that the CSA consider further reducing the time period for filing insider reports (from the current requirement to file within 10 days of the date of the trade) once SEDI is operational. *(Requires Commission rule)*

91. We recommend that Ontario securities law be amended to require insiders to report any effective change in, or disposition of, their economic interest in an issuer. *(Implemented by Commission rule)*

92. We recommend that the issues raised with respect to the continuation of freeze orders under section 126 of the Act be studied further with the benefit of public input. In particular, we suggest the following issues, at a minimum, would require consideration:

    - whether the Commission or the court should authorize the continuation of a freeze order; and

    - what is the appropriate test to be applied in determining whether to continue a freeze order. *(Requires legislation and Commission action)*

93. With respect to the current power to order costs under section 127.1 of the Act, we recommend that the Commission develop policies or guidelines regarding how costs should be established and in what circumstances they may be ordered. We also recommend that costs orders made under section

127.1 should be subject to assessment on the application of a respondent. *(Requires legislation and Commission action)*

94. We recommend that consideration be given, on any future review of the Act, to whether it would be appropriate for the Commission to have the discretion to order costs payable to a respondent in Commission proceedings, and, if so, in what circumstances. *(Requires government action)*

95. We support whistle-blower protection in principle, but note that it does not necessarily belong in the Act. Such provisions might more appropriately be included in corporate or employment-related legislation, for example. *(Requires legislation)*

Legislative Assembly of Ontario

Assemblée Législative de l'Ontario

COMITÉ PERMANENT DES FINANCES ET DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES

RAPPORT SUR L'ÉTUDE DE CINQ ANS DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

1re session, 38e législature
53 Elizabeth II

Données de catalogage avant publication de la Bibliothèque nationale du Canada

Ontario. Assemblée législative. Comité permanent des Finances et des Affaires économiques
Rapport sur l'étude de cinq ans de la Loi sur les valeurs mobilières

Texte en français et en anglais disposé tête-bêche.
Titre de la p. de t. additionnelle: Report on the Five Year Review of the Securities Act.
ISBN 0-7794-7012-5

1. Ontario. Loi sur les valeurs mobilières. 2. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. 3. Ontario. Ministère des finances. Comité d'étude de cinq ans. Rapport final du Comité d'étude de cinq ans. 4. Valeurs mobilières—Droit—Ontario—Législation. 5. Valeurs mobilières—Industrie—Ontario. I. Titre. II. Titre: Report on the Five Year Review of the Securities Act.

KEO407.5.A23F56 2004 346.713'0922 C2004-964011-9F

Legislative Assembly of Ontario

Assemblée législative de l'Ontario

L'honorable Alvin Curling,
Président de l'Assemblée législative

Monsieur le président,

Le Comité permanent des finances et des affaires économiques a l'honneur de présenter son rapport sur l'étude de cinq ans de la *Loi sur les valeurs mobilières* et le confie à l'Assemblée.

Le président du comité,

Pat Hoy

Queen's Park
Octobre 2004

COMPOSITION DU

COMITÉ PERMANENT DES FINANCES ET DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES*

1re session, 38e législature

PAT HOY
Président

JOHN WILKINSON
Vice-président

TOBY BARRETT

MIKE COLLE

PAT HOY

JUDY MARSALES

PHIL MCNEELY

CAROL MITCHELL

JOHN O'TOOLE

MICHAEL PRUE

JOHN WILKINSON

TREVOR DAY
Greffier du comité

ANDREW MCNAUGHT
Recherchiste

* Linda Jeffrey, Deb Matthews et John Milloy ont régulièrement servi de remplacement.

DÉPUTÉS QUI ONT REMPLACÉ DES MEMBRES DU COMITÉ PERMANENT DES FINANCES ET DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES ET QUI ONT PARTICIPÉ AUX TRAVAUX DE COMITÉ

LORENZO BERARDINETTI

LAUREL BROTEN

BRUCE CROZIER

BOB DELANEY

LINDA JEFFREY

DEB MATTHEWS

JOHN MILLOY

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION 1
Le processus d'examen 1
Le présent rapport 3
Examens ultérieurs 3
La recommandation du Comité permanent 3

UN SEUL ORGANISME DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES 4
La recommandation du Rapport Crawford 4
Discussion 4
La question 4
L'établissement d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique 5
La recommandation du Comité permanent 7

MESURES LÉGISLATIVES UNIFORMES SUR LES VALEURS MOBILIÈRES 8
La recommandation du Rapport Crawford 8
Discussion 8
La recommandation du Comité permanent 9

LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO 9
Surveillance et reddition de comptes 9
La recommandation du Rapport Crawford 9
Discussion 9
La recommandation du Comité permanent 11
La structure de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 11
La recommandation du Rapport Crawford 11
Discussion 11
La recommandation du Comité permanent 14

L'ÉTABLISSEMENT DE RÈGLES 15
Pouvoirs « omnibus » d'établissement de règles 15
La recommandation du Rapport Crawford 15
Discussion 15
La recommandation du Comité permanent 17
Décisions et ordonnances générales 17
La recommandation du Rapport Crawford 17
Discussion 17
La recommandation du Comité permanent 18

LA RÉGLEMENTATION DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ 19
L'inscription 19
La recommandation du Rapport Crawford 19
Discussion 19
La recommandation du Comité permanent 20
L'autoréglementation 21
L'application de leurs propres règles par les OAR 21
La séparation de l'intérêt personnel et de l'autoréglementation 22
La recommandation du Comité permanent 24

LA RESPONSABILITÉ CIVILE EN MATIÈRE D'INFORMATION CONTINUE 25
La recommandation du Rapport Crawford 25
Discussion 25
La recommandation du Comité permanent 27

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LA RESPONSABILITÉ DES SOCIÉTÉS OUVERTES 27
La recommandation du Rapport Crawford 27
Discussion 28
La recommandation du Comité permanent 29

LES DROITS DES ACTIONNAIRES 30
La recommandation du Rapport Crawford 30
Discussion 30
La recommandation du Comité permanent 31

LA GESTION DES FONDS MUTUELS 31
La recommandation du Rapport Crawford 31
Discussion 32
La recommandation du Comité permanent 33

NOUVEAUX POUVOIRS D'EXÉCUTION 34
Pouvoir d'ordonner une restitution et ordonnances de restitution en vertu de l'article 128 de la Loi sur les valeurs mobilières 34
Les recommandations du Rapport Crawford 34
Discussion 34
La recommandation du Comité permanent 35

ANNEXE 1 : RECOMMANDATIONS DU COMITÉ PERMANENT 36

ANNEXE 2 : TÉMOINS ET MÉMOIRES ET OBSERVATIONS VERBALES 38

ANNEXE 3 : RECOMMANDATIONS DU COMITÉ D'ÉTUDE DE CINQ ANS (LE RAPPORT CRAWFORD) – ÉTAT ACTUEL 41

INTRODUCTION

Le processus d'examen

En vertu des modifications apportées à la *Loi sur les valeurs mobilières* en 1994 (entrées en vigueur en 1995), le ministre des Finances constitue un comité qu'il charge d'examiner les lois tous les cinq ans. L'article 143.12 de la Loi prévoit ce qui suit :

> 143.12 (1) Au plus tard cinq ans après l'entrée en vigueur du présent article et au cours de chaque période de cinq ans subséquente, le ministre constitue un comité consultatif qu'il charge d'examiner les lois, les règlements et les règles se rapportant aux questions dont traite la Commission et les besoins législatifs de celle-ci.
>
> (2) Le comité examine les lois, les règlements et les règles se rapportant aux questions dont traite la Commission ainsi que les besoins législatifs de celle-ci et sollicite les vues du public à ces égards au moyen d'une procédure relative aux avis et aux commentaires.
>
> (3) Le comité dresse un rapport de son examen et de ses recommandations à l'intention du ministre.
>
> (4) Le ministre dépose le rapport devant l'Assemblée législative.
>
> (5) Dès le dépôt du rapport, un comité spécial ou permanent de l'Assemblée législative est constitué pour l'examiner, entendre les vues des personnes ou des compagnies intéressées et faire des recommandations à l'Assemblée législative à propos de modifications à apporter à la présente loi.

Conformément à l'article 143.12 (1), un comité d'examen (le Comité d'étude de cinq ans), présidé par M. Purdy Crawford, c.r., a été constitué en 2000. Le Comité d'étude a publié un rapport préliminaire aux fins de commentaires en mai 2002 et un rapport final le 21 mars 2003 (le Rapport Crawford).

Le Rapport Crawford[1] a été déposé à l'Assemblée législative le 29 mai 2003 et le gouvernement a annoncé à ce moment qu'un comité spécial de l'Assemblée serait

[1] Ontario, Comité d'étude de cinq ans (Purdy Crawford, c.r., président), *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans : examen de la loi sur les valeurs mobilières* (Toronto : Imprimeur de la Reine, 2003).

chargé de l'examiner et de faire rapport de son examen à l'Assemblée à l'automne. L'exécution de l'examen prescrit par la loi a toutefois été retardé par la tenue des élections provinciales en octobre 2003.

Le 29 juin 2004, le Comité permanent des finances et des affaires économiques a reçu l'ordre de la Chambre suivant :

> Remplir les obligations en matière d'examen, de consultation et de rapport énoncées à l'article 143.12 (5) de la *Loi sur les valeurs mobilières* et plus précisément l'examen des recommandations prioritaires énoncées dans le *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans : examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)* notamment :
>
> la réglementation des valeurs mobilières au Canada et la création d'un seul organisme de réglementation;
>
> la structure appropriée pour le rôle de tribunal de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO).
>
> Soumettre son rapport final à l'Assemblée au plus tard le lundi 18 octobre 2004[2]. [Traduction]

Le Comité permanent a tenu des audiences publiques à Queen's Park les 18 et 19 août 2004. L'avis des audiences a été publié sur la Chaîne parlementaire de l'Ontario, sur le site Web du Comité et dans les journaux *National Post* et *Globe and Mail* le 3 août 2004.

Des invitations à comparaître devant le Comité permanent ont été envoyées au président du Comité d'étude de cinq ans, M. Purdy Crawford, au président du Conseil de gestion du gouvernement (et ministre responsable de la *Loi sur les valeurs mobilières*), M. Gerry Phillips, et au président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, M. David Brown. Le Comité permanent a en outre reçu des mémoires et des observations verbales d'organismes de l'industrie, d'investisseurs importants, d'universitaires, d'avocats, de défenseurs des intérêts des investisseurs et de particuliers ayant une expérience personnelle du marché des valeurs mobilières.

Le Comité permanent tient à souligner que les groupes et les particuliers qui ont communiqué avec le greffier du Comité avant 17 h le mercredi 11 août 2004 ont tous été inscrits sur la liste des témoins à comparaître aux audiences publiques.

---

[2] Assemblée législative de l'Ontario, *Procès-verbaux*, 29 juin 2004.

Le présent rapport

Le Rapport Crawford contient 95 recommandations portant sur de nombreux aspects de la réglementation des valeurs mobilières en Ontario; 20 d'entre elles ont été mises en oeuvre ou ne requièrent aucune mesure.

Dans le présent rapport, nous nous concentrons sur les « recommandations prioritaires » qui nécessitent la prise de mesures, conformément à ce qui est énoncé dans notre mandat ainsi que dans le Rapport Crawford et dans les observations et mémoires qui nous ont été soumis.

Examens ultérieurs

En vertu des dispositions législatives actuelles, le ministre constituera le prochain comité d'étude de cinq ans à la fin de 2004. Le Rapport Crawford recommande de modifier la *Loi sur les valeurs mobilières* afin d'exiger que les futurs comités d'étude soient nommés cinq ans après la date de remise du rapport final du comité précédent plutôt que tous les cinq ans.

La recommandation du Comité permanent

Recommandation n° 1

Le prochain comité d'étude devrait être constitué en mai 2007. Le comité remettrait un rapport provisoire en mai 2008 et un rapport final au début de 2009. Par la suite, le comité d'étude devrait être constitué quatre ans après la date de constitution du comité précédent. Cette recommandation ne vise aucunement à dissuader ou à empêcher le ministre des Finances d'entreprendre l'examen de questions individuelles, si besoin est.

UN SEUL ORGANISME DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 1 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 1. Nous recommandons que les provinces, les territoires et le gouvernement fédéral travaillent ensemble à la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers du Canada. À cette fin, nous encourageons fortement le gouvernement de l'Ontario à appuyer activement le Comité de personnes averties qui a été créé récemment par le ministre fédéral des Finances.

Discussion

La question

Dans son exposé au Comité permanent, M. Crawford a déclaré que les membres du Comité d'étude de cinq ans sont toujours d'avis que la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières est « la question la plus urgente en matière de réglementation des valeurs mobilières en Ontario et partout au Canada ». Ils estiment que ce serait « la structure de réglementation la plus efficiente et la plus efficace pour le marché canadien des valeurs mobilières ».

Le président du Conseil de gestion du gouvernement, le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et un grand nombre d'organismes et de particuliers qui ont soumis des observations et des mémoires au Comité permanent sont également de cet avis.

Les principaux arguments en faveur de la création d'un seul organisme de réglementation se résument comme suit :

- Dans le cadre de la structure réglementaire actuelle, les sociétés ouvertes qui désirent émettre des valeurs mobilières ou accéder aux marchés canadiens doivent comprendre, surveiller et respecter 13 séries de lois différentes sur les valeurs mobilières et traiter avec 13 organismes de réglementation différents. Il s'ensuit qu'il en coûte plus cher de faire des affaires au Canada.
- Les mesures d'exécution et la protection des investisseurs sont incohérentes dans le système pluriréglementaire actuel.
- Le Canada est le seul pays du G-7 où il n'y a pas d'organisme national de réglementation des valeurs mobilières. Dans un marché mondial où la circulation des capitaux entre les frontières est assujettie à peu de restrictions, les investisseurs étrangers peuvent choisir d'investir dans des pays où la conformité à la réglementation coûte moins cher.

- En l'absence d'un organisme de réglementation unique, le Canada ne peut pas compter sur un organisme qui est en mesure d'envisager la réglementation et la politique des valeurs mobilières dans une perspective nationale et qui peut représenter les intérêts du Canada dans les instances internationales.

Tout en plaidant en faveur d'un organisme de réglementation unique, le Rapport Crawford reconnaît qu'un système pluriréglementaire comporte certains avantages. On peut soutenir principalement que dans un pays où l'activité économique varie d'une région à l'autre, le fait de pouvoir exercer un contrôle provincial sur la législation des valeurs mobilières permet à chaque territoire de compétence de mieux répondre aux besoins régionaux.

L'établissement d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique

Si les témoins qui ont abordé la question devant le Comité permanent étaient tous en faveur de la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières, les vues divergeaient quant à la façon d'y parvenir.

Les mémoires et observations que nous avons reçus relevaient trois projets de réforme majeure actuellement à l'étude, dont deux impliquent la création d'un seul organisme de réglementation :

- *Le modèle de passeport*[3] : suivant cette initiative interprovinciale, les particuliers et les entreprises pourraient exercer des activités dans le domaine des valeurs mobilières dans toutes les provinces en s'inscrivant auprès d'une autorité principale et en respectant ses lois. Les sociétés pourraient également être autorisées à émettre des actions dans tous les territoires de compétence en se conformant aux lois de divulgation de l'autorité principale.
- *Le Comité fédéral de personnes averties (CPA)*[4] : en l'absence de coopération entre les provinces, le CPA recommande au gouvernement fédéral d'exercer son pouvoir constitutionnel et de promulguer une nouvelle loi intitulée *Loi canadienne sur les valeurs mobilières*, fondée sur le Projet de législation uniforme en valeurs mobilières[5]. La loi serait administrée par une commission unique, la Commission canadienne des valeurs mobilières, composée de représentants régionaux.
- *La proposition de l'Ontario*[6] : la proposition de l'Ontario appelle à la création d'un nouvel organisme de réglementation provincial-territorial des valeurs

---

[3] Ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières, *La réglementation des valeurs mobilières au Canada : un régime de réglementation interprovincial (*Document de travail), juin 2003.

[4] Le Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada (le Comité de personnes averties), *C'est le temps d'agir,* 17 décembre 2003. Le rapport peut être consulté à http://www.wise-averties.ca/reports/WPC%20Final.pdf.

[5] Voir le Projet de législation uniforme en valeurs mobilières des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada* (2003). Le document de consultation est accessible à http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/USL/usl_20031216_harmonization.pdf.

[6] Ontario, Secrétariat du Conseil de gestion, *Modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada* (Document de discussion), 7 juin 2004. Le document peut être consulté à http://www.gov.on.ca/MBS/french/mbs/releases/general/june2404-report.html.

mobilières. Les principales caractéristiques de la proposition sont un organe de réglementation commun, des lois communes relatives aux valeurs mobilières et une seule structure de droits à payer.

M. Crawford et le ministre Phillips sont tous les deux d'avis que le modèle de passeport ne répond pas de façon adéquate au besoin d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique. Plus précisément, ce modèle perpétuerait un système dans lequel 13 organismes de réglementation interprètent 13 lois sur les valeurs mobilières; il n'assurerait pas une application uniforme des lois sur les valeurs mobilières dans l'ensemble du pays; il ne créerait pas un organisme identifiable pouvant représenter le Canada dans les discussions internationales et il n'améliorerait pas le rythme et l'efficacité du processus d'élaboration des politiques. Qui plus est, l'adoption d'un modèle de passeport pourrait écarter l'attention de ce qui est considéré comme la véritable solution par de nombreux intervenants, à savoir l'établissement d'un organisme de réglementation unique.

Le ministre Phillips a également formulé des commentaires sur le Projet de législation uniforme en valeurs mobilières des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, qui vise à élaborer des lois plus uniformes en matière de valeurs mobilières dans l'ensemble du Canada. Ce projet constitue un pas important pour améliorer le régime actuel, selon le ministre, mais ce n'est pas suffisant. Au lieu de se traduire par une législation uniforme des valeurs mobilières, le projet aboutirait uniquement à 13 séries de lois plus uniformes, mais présentant des différences importantes.

Le ministre Phillips soutient que la proposition de l'Ontario remédie « carrément » au problème fondamental des organismes de réglementation et des lois multiples en matière de valeurs mobilières. La proposition de l'Ontario comporte, selon lui, les avantages suivants :

- des mesures de protection plus rigoureuses et plus faciles à comprendre pour les investisseurs;
- une seule série d'exigences claires et cohérentes qui seraient plus faciles à comprendre pour les sociétés et les investisseurs;
- une réduction des coûts de conformité pour les sociétés;
- une plus grande facilité pour les sociétés de lever des fonds et pour les entreprises du secteur des valeurs mobilières, d'exercer leurs activités dans les autres provinces;
- une adaptation plus rapide des politiques réglementaires pour répondre aux besoins;
- une mise à exécution plus efficace des lois en matière de valeurs mobilières, ce qui renforcerait la confiance à l'égard de nos marchés;
- une voie uniforme pour le Canada sur la scène internationale.

Selon le ministre Phillips, l'Ontario est prêt, dans le cadre de cette proposition, à envisager une structure souple qui répondrait aux préoccupations des provinces relativement au maintien d'une forte présence réglementaire à l'échelle locale et régionale.

D'autres témoins privilégiaient clairement la prise en charge de cette question par le gouvernement fédéral. Le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, par exemple, soutenait que la réglementation des valeurs mobilières devrait relever exclusivement du gouvernement fédéral. Ainsi, le Parlement pourrait promulguer une série de lois uniformes et plus rigoureuses en matière de valeurs mobilières, dont l'application relèverait d'un seul palier de gouvernement. La Bourse de Toronto (TSX) est en faveur de la création d'une commission nationale des valeurs mobilières, comme le propose le Comité de personnes averties. La TSX est convaincue qu'on livrerait ainsi un message sans équivoque aux marchés internationaux, à savoir que le Canada est déterminé à instaurer un régime réglementaire moderne.

Tout en appuyant la création d'un organisme de réglementation unique, certains témoins ont souligné que beaucoup s'opposaient à ce concept. La Colombie-Britannique, par exemple, a une approche philosophique distincte quant à la réglementation des valeurs mobilières, tandis que le Québec a sa tradition de droit civil. Certaines provinces s'inquiètent du financement des petites entreprises tandis que d'autres comptent sur les recettes tirées des droits réglementaires. Par ailleurs, selon un témoin, il faut aussi compter avec le « scepticisme bien palpable à propos du rôle dominant de l'Ontario ».

Compte tenu de ces difficultés d'ordre pratique, il a été suggéré que l'acceptation du modèle de passeport pourrait être un compromis possible pour l'Ontario à la condition que les autres provinces s'engagent à l'endroit de la création d'un organisme de réglementation unique à court terme.

La recommandation du Comité permanent

Le Comité permanent a entendu une quantité impressionnante de témoignages en faveur du principe d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique et appuie vivement ce concept. Nous sommes par ailleurs conscients que la réalisation de cet objectif comporte des obstacles, dont le plus important est le fait que les autres provinces ne veulent pas perdre la capacité de répondre aux besoins régionaux. Nous croyons toutefois que ces obstacles peuvent et devraient être surmontés.

Recommandation n° 2

Le Comité permanent reconnaît que la création d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique est un besoin crucial et recommande fortement que le gouvernement de l'Ontario continue de collaborer avec tous les intervenants, y compris les ministres des autres provinces, pour en arriver à la création d'un tel organisme. Les éléments clés du nouveau régime réglementaire devraient être un nouvel organisme de réglementation unique, des

lois communes relatives aux valeurs mobilières et une structure unique de droits à payer.

MESURES LÉGISLATIVES UNIFORMES SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 5 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 5. Nous encourageons fortement la Commission et les ACVM [les Autorités canadiennes en valeurs mobilières] à continuer d'élaborer des mesures législatives sur les valeurs mobilières modelées sur l'article 8 révisé du *Uniform Commercial Code* américain et exhortons les pouvoirs publics au Canada à faire en sorte que de telles mesures législatives soient adoptées de manière uniforme et le plus rapidement possible dans tout le pays.

Discussion

Plusieurs témoins qui ont comparu devant le Comité permanent, notamment M. Purdy Crawford et La Caisse canadienne de dépôt de valeurs, ont mis en relief la nécessité de créer un cadre de législation harmonisé à l'échelle nationale afin de surveiller la détention, le transfert et le nantissement des valeurs mobilières et des intérêts dans ces titres. Bien qu'il s'agisse techniquement d'une question de droit commercial, le Rapport Crawford dit qu'il s'agit là d'une question « d'importance primordiale pour le [...] maintien des marchés financiers efficaces et sûrs ».

On a dit au Comité permanent que l'évolution technologique faisait en sorte que l'on comptait de plus en plus sur les intermédiaires pour s'occuper de la détention et du traitement des valeurs mobilières. Or, les lois ontariennes qui régissent la détention et le transfert des valeurs mobilières continuent de refléter le système de détention de certificats sur papier.

On a également souligné que de nombreux territoires de compétence étrangers ont déjà modifié leurs lois sur les biens commerciaux pour régler cette question. Les États-Unis, notamment, y ont remédié en 1994 au moyen de la révision de l'article 8 du *Uniform Commercial Code*. L'Ontario et les autres provinces n'ont toutefois apporté aucune modification de ce genre pour moderniser leurs lois sur les biens commerciaux.

Cette situation, nous a-t-on dit, crée un flou juridique, en particulier pour ceux qui effectuent couramment des opérations sur valeurs mobilières et des opérations de nantissement transfrontalières sur le marché canadien, en plus de les désavantager du point de vue concurrentiel face à leurs homologues des États-Unis.

Nous avons également appris que la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada a proposé l'adoption d'une loi provinciale uniforme, inspirée de l'article 8 aux États-Unis, qui régirait le transfert des valeurs mobilières au Canada. Le Comité permanent a été fortement prié de recommander la promulgation de cette loi.

La recommandation du Comité permanent

Les témoins qui ont abordé cette question appuyaient tous la recommandation du Rapport Crawford. Ils ont montré de façon éloquente que le droit ontarien dans ce domaine était déphasé par rapport aux lois américaines et à celles de pays européens et qu'il fallait le moderniser.

Le Comité permanent considère qu'il s'agit là d'une occasion pour l'Ontario d'améliorer le milieu des placements pour les investisseurs ontariens en plus de jouer un rôle de chef de file dans l'implantation d'une législation uniforme à l'échelle du Canada.

Recommandation n° 3

Le gouvernement devrait déposer une loi régissant le transfert des valeurs mobilières modelée sur l'article 8 du Uniform Commercial Code des États-Unis.

LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO

Surveillance et reddition de comptes

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 8 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 8. Nous recommandons que le ministre et la Commission déterminent s'il y a lieu d'entreprendre des études portant sur certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le General Accounting Office (GAO) en ce qui concerne la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC).

Discussion

Au cours de la dernière décennie, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la Commission) a acquis une plus grande autonomie face au gouvernement. À la suite des modifications apportées à la *Loi sur les valeurs mobilières* en 1994, le statut de la Commission est passé de celui d'organisme gouvernemental à celui de société d'État, et la Commission est devenue un organisme autofinancé en 1997.

Compte tenu de cette évolution, le Rapport Crawford examine si la province continue d'exercer une surveillance adéquate de la Commission. On y souligne,

par exemple, que les contrôles internes de la Commission, avant qu'elle devienne une société d'État, étaient établis et surveillés par le gouvernement, alors que c'est maintenant la Commission qui établit ses propres contrôles.

On y mentionne également qu'aux États-Unis, la surveillance de la SEC relève de deux comités du congrès, dont l'un à la Chambre des représentants et l'autre au Sénat. Ces comités sont fortement appuyés par le General Accounting Office (GAO), un organisme gouvernemental indépendant qui passe en revue les programmes et les dépenses du gouvernement. Le GAO a publié neuf rapports en 2001 sur les activités de la SEC.

Le Comité permanent a reçu un mémoire sur cette question de la part de M^me^ Glorianne Stromberg, avocate spécialisée en droit des valeurs mobilières et ancienne commissaire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario[7]. M^me^ Stromberg estime qu'il n'y a actuellement aucune surveillance véritable de la Commission. Elle souligne que le dernier examen de la Commission effectué par l'Assemblée législative de l'Ontario remonte à 1988, lorsque le Comité permanent des organismes gouvernementaux a publié un rapport dans lequel il faisait part de ses préoccupations au sujet de la surveillance des organismes d'autoréglementation (OAR) exercée par la Commission, de l'efficacité de ces organismes et de l'efficience globale de la Commission. Or, l'Assemblée législative a délégué beaucoup de responsabilités à la Commission depuis ce moment, notamment le pouvoir d'élaborer des règles ayant force de loi.

M^me^ Stromberg est d'avis que les mécanismes de surveillance actuels (l'obligation de faire approuver les règles par le ministre, le dépôt de déclarations de priorités et de rapports annuels à l'Assemblée législative et le processus d'examen quinquennal) sont inadéquats. En guise de première étape pour assurer une meilleure surveillance de la Commission (et de ses autres organismes de réglementation des marchés financiers), M^me^ Stromberg recommande que l'Assemblée législative établisse un comité permanent qui aurait pour mandat d'examiner non seulement les rapports des examens quinquennaux, mais également l'efficacité des lois relatives aux valeurs mobilières, les activités de la Commission et les questions touchant les services financiers en général. De plus, il a été recommandé que le gouvernement de l'Ontario envisage de créer un organisme de responsabilisation gouvernementale indépendant, à l'image du General Accounting Office aux États-Unis.

[7] Voir le mémoire de Glorianne Stromberg, 20 août 2004.

La recommandation du Comité permanent

Recommandation n° 4

Le Comité permanent estime que le statu quo est inacceptable et recommande que le gouvernement effectue un examen de la surveillance exercée par l'Assemblée législative sur la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Tout nouveau mécanisme de surveillance devrait notamment exiger que les rapports annuels de la Commission soient automatiquement transmis à un comité de l'Assemblée législative et devrait garantir que le Comité peut assigner des témoins à comparaître, y compris le ministre responsable, pour répondre aux questions concernant les progrès de la mise en oeuvre des recommandations approuvées par l'Assemblée législative.

La structure de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 9 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 9. Nous recommandons que la Commission et le ministre procèdent en priorité à un examen approfondi de la structure actuelle de la Commission en tant qu'organisme multifonctionnel.

Discussion

La question de la structure appropriée de la Commission est peut-être l'un des points les plus controversés abordés dans le Rapport Crawford.

En vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières,* la Commission remplit plusieurs fonctions : elle élabore des politiques, fait enquête sur les infractions possibles aux lois sur les valeurs mobilières, intente des poursuites et rend des décisions. Toutefois, c'est le double rôle de procureur et de juge qui est depuis longtemps la source de plaintes de la part des conseillers juridiques d'entreprise et des sociétés à l'endroit desquelles la Commission a rendu des décisions. Ce double rôle crée selon eux une perception de parti pris (sinon un parti pris réel).

Les critiques de la structure actuelle se font particulièrement entendre depuis que la Commission a obtenu de nouveaux pouvoirs l'autorisant à imposer des pénalités administratives d'au plus 1 million de dollars et à ordonner le remboursement de profits[8]. Les critiques soutiennent que la Commission, dotée de ces pouvoirs supplémentaires, est passée du rôle d'organisme de réglementation à celui de tribunal criminel. Compte tenu de cette modification importante du mandat de la Commission, une réévaluation de sa structure s'impose.

---

[8] Ces pouvoirs ont été octroyés à la Commission en vertu de la *Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine (mesures budgétaires),* auparavant le projet de loi 198, en réponse aux recommandations contenues dans le rapport préliminaire du Comité d'étude de cinq ans.

Dans son exposé au Comité permanent, M. Crawford a souligné que la combinaison des fonctions réglementaires et judiciaires en un seul organisme administratif est un modèle que l'on retrouve couramment dans d'autres milieux de réglementation. Par ailleurs, le modèle a été approuvé par la Cour suprême du Canada, laquelle a décidé que celui-ci ne va pas à l'encontre de la doctrine relative à la crainte raisonnable de partialité. Par conséquent, la question n'est pas de savoir si la structure actuelle est légale, mais si elle donne lieu à des perceptions de conflits ou d'abus potentiels.

Le ministre Phillips a dit au Comité permanent : « Nous abordons cette question [restructurer la Commission] avec une attitude ouverte et le gouvernement est prêt à l'étudier conformément à la recommandation du Comité d'étude de cinq ans. » Il a également laissé entendre que la question de la séparation de la fonction judiciaire des autres rôles de l'organisme de réglementation serait particulièrement pertinente au moment de se pencher sur la structure d'un organisme de réglementation unique. À cet égard, le ministre a indiqué que tant la proposition de l'Ontario que celle du comité fédéral de personnes averties tiennent compte de la possibilité d'un organisme de réglementation unique s'accompagnant d'un tribunal distinct.

Les éléments à l'appui du maintien de la structure actuelle

Le président de la Commission, M. David Brown, reconnaît que l'un des principaux inconvénients du modèle « intégré » (la structure actuelle) est le risque de la perception de parti pris. Pour y remédier, la Commission a instauré une division interne entre ses fonctions d'enquête et ses fonctions judiciaires : les commissaires qui participent à quelque aspect que ce soit d'une enquête ne siègent pas aux audiences connexes.

M. Brown a ensuite décrit les éléments qui constituent, selon lui, des avantages importants du modèle intégré :

- Le fait d'entendre des causes réelles et de rendre des décisions à leur endroit permet aux commissaires d'acquérir une expérience concrète qui les guide au moment d'élaborer les orientations générales. C'est important, car la Loi exige que les commissaires exercent le pouvoir d'imposer des sanctions dans l'intérêt public, en plus de juger les affaires. Dans le cadre de l'élaboration des orientations générales, les commissaires se familiarisent avec la question de l'intérêt public, ce qui leur est d'un secours inestimable dans le processus judiciaire.
- Le modèle intégré témoigne des rôles et des responsabilités d'un organisme administratif/de réglementation, distinct d'un tribunal. Les organismes administratifs ont été créés pour remplir des rôles différents de ceux des tribunaux (et ne convenant pas aux tribunaux) et bien souvent règlent des questions conformément à un mandat prescrit qui consiste à protéger l'intérêt public. Dans le cadre de l'exécution de ce mandat, ils ont le pouvoir de formuler des directives ou d'établir des règles qui ont force de loi.

De l'avis de M. Brown, le principal inconvénient de l'adoption du modèle de réglementation « à deux volets », suivant lequel les fonctions judiciaires sont exercées par une entité distincte, serait la perte de l'expertise qu'acquiert la Commission en remplissant diverses fonctions. Par ailleurs, il pourrait s'avérer difficile de trouver suffisamment de personnes ayant l'expertise nécessaire pour être membres d'un tribunal à temps partiel.

M. Phil Anisman, avocat spécialisé en droit des valeurs mobilières et partisan farouche du maintien de la structure intégrée de la Commission, décrit l'interaction entre les fonctions judiciaires et de réglementation comme un « processus de fécondation réciproque ». Tout en affirmant que ce processus a été observé dans d'autres organismes de réglementation, il indique que l'expérience des tribunaux distincts aux États-Unis a été un échec. Citant un important traité de droit administratif américain, il soutient que la création « d'une structure décisionnelle prévoyant une séparation rigoureuse des fonctions de l'organisme est l'un des meilleurs moyens de réduire l'efficacité d'un système de réglementation ».

Le Comité permanent a également reçu un mémoire du président de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, dans lequel celui-ci décrit l'expérience de cette province avec le modèle à deux volets. Afin de remédier à la perception de parti pris institutionnel, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta a été restructurée en 1988 en deux entités distinctes, à savoir un conseil (fonction judiciaire) et une agence (enquêtes et exécution). L'Alberta a constaté que le modèle à deux volets ne produisait pas, dans la pratique, les avantages prévus. Il s'est avéré « difficile à gérer » et « privait le personnel d'une entité de l'expérience et de l'expertise de celui de l'autre entité ». Une loi adoptée en 1996 a rétabli la structure multifonctionnelle[9].

Les éléments à l'appui de la restructuration

En réponse au Rapport Crawford, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a demandé au Commissaire à l'intégrité de la province, M. Coulter Osborne, de diriger un comité chargé d'examiner la structure de la Commission. Le *Fairness Committee* (comité sur l'équité) a été constitué en février 2003 et a publié son rapport en mars 2004. M. Brown a déposé le rapport devant le Comité permanent le 18 août 2004[10].

Le comité sur l'équité reconnaît les efforts qu'a déployés la Commission pour éliminer la possibilité de parti pris au moyen d'une séparation interne des fonctions judiciaires et d'enquête. Par ailleurs, il n'a rien trouvé qui démontrerait que les audiences de la Commission sont partiales ou inéquitables.

Il était néanmoins convaincu que seule la séparation des fonctions judiciaires de la Commission de ses autres fonctions pourrait faire se dissiper la perception de parti

---

[9] Voir le mémoire de Stephen P. Sibold, c.r., président de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, 20 août 2004.

[10] Voir *Report of the Fairness Committee to the Ontario Securities Commission* (Coulter A. Osborne, c.r., le professeur David J. Mullan, Bryan Finlay, c.r.), 5 mars 2004.

pris. Le comité a résumé comme suit les arguments à l'appui de la restructuration :

> . . . la crainte de partialité a pris des proportions suffisamment inquiétantes parmi les nombreux intervenants que nous avons interrogés pour porter atteinte à l'intégrité de la Commission dans son ensemble en plus de miner son processus judiciaire. Les questions de loyauté institutionnelle, l'intervention du président dans les causes majeures, les pénalités plus élevées, le sentiment que « les dés sont pipés », l'avantage du tribunal interne, les longs procès s'apparentant à ceux de droit criminel et la politique d'exécution musclée de la Commission, qui deviendra vraisemblablement de plus en plus rigoureuse au fil du temps, témoignent de façon éloquente de la nécessité d'instaurer une entité judiciaire distincte[11]. [Traduction]

Le comité sur l'équité a recommandé la création d'un nouveau tribunal dont la compétence s'exercerait sur toutes les affaires dans lesquelles on réclame des sanctions contre une personne. Les affaires telles que les offres publiques d'achat, les ordonnances de dispense et les autres affaires courantes ayant trait à des opérations précises ne devraient toutefois pas relever de la compétence de ce tribunal. À quelques exceptions près, ces affaires continueraient d'être traitées par la Commission. Le tribunal envisagé par le comité sur l'équité se composerait de comités d'experts à temps partiel qui toucheraient des indemnités quotidiennes et exerceraient leurs activités dans des bureaux séparés de ceux de la Commission.

D'autres témoins ont fait part de préoccupations similaires à propos de la perception de parti pris à la Commission. Un avocat s'est inspiré de son expérience du système des plaintes au Real Estate Council of Ontario, où les plaintes déposées contre les courtiers en immeubles sont traitées par un tribunal de courtiers en immeubles et par le Tribunal d'appel en matière de permis de l'Ontario, qui se compose d'avocats indépendants. Il croit que les cas réels de parti pris dans l'un ou l'autre organisme étaient probablement rares; toutefois, à cause de la question de perception, les affaires traitées par le tribunal composé de courtiers en immeubles donnaient lieu à beaucoup plus de plaintes de parti pris. Il a donc recommandé la création d'un tribunal des valeurs mobilières distinct[12].

La recommandation du Comité permanent

Le Comité permanent a entendu des arguments convaincants de part et d'autre. D'un côté, des témoins tels que le président actuel de la Commission, un spécialiste reconnu du droit des valeurs mobilières et la Commission des valeurs

---

[11] Ibid., p. 32.
[12] Voir l'observation de William Weissglas, 18 août 2004.

mobilières de l'Alberta ont présenté des arguments solides à l'appui du maintien de la structure actuelle de la Commission.

De l'autre côté, un grand nombre de témoins étaient d'avis que même s'il n'y avait aucune preuve de parti pris réel à la Commission, la perception de parti pris a porté atteinte à la crédibilité de l'organisme. C'est la conclusion à laquelle en est arrivé un comité d'experts indépendant (le comité sur l'équité), qui a déterminé que les faits à l'appui de la séparation des fonctions judiciaires de la Commission de ses autres rôles étaient « accablants ».

À notre avis, la question de la perception est devenue primordiale.

Tout nouvel organisme de réglementation des valeurs mobilières unique devrait comprendre une fonction judiciaire séparée. S'il n'y a aucun progrès véritable du côté de l'établissement d'un tel organisme au cours des 12 prochains mois, nous croyons que le gouvernement de l'Ontario devrait prendre les mesures nécessaires pour séparer le rôle judiciaire de la Commission de ses autres rôles, ce qui ne doit toutefois pas empêcher le gouvernement d'entreprendre immédiatement un examen approfondi des mesures nécessaires pour faire une telle transition.

Recommandation n° 5

La fonction judiciaire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devrait être séparée de ses autres fonctions, conformément aux recommandations du comité sur l'équité.

L'ÉTABLISSEMENT DE RÈGLES

Pouvoirs « omnibus » d'établissement de règles

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 13 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 13. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'octroyer à la Commission des pouvoirs *omnibus* d'établissement de règles essentiellement identiques à ceux conférés au lieutenant-gouverneur en conseil en vertu de l'alinéa 143(2)b) de la Loi. La Commission devrait jouir du pouvoir d'établir des règles relatives à toute question qui est utile à la réalisation des objets de la Loi.

Discussion

Comme l'indique le Rapport Crawford, la Commission, avant 1994, émettait régulièrement des instructions générales, lesquelles étaient traitées comme si elles avaient force de loi, bien qu'elles n'aient reçu aucune approbation législative ou ministérielle. En 1993, un tribunal a cependant déclaré que l'une des instructions

générales de la Commission n'était pas valide pour le motif que la Commission avait outrepassé sa compétence législative. Compte tenu de la remise en question de la validité des instructions générales, le gouvernement a mis sur pied le Comité Daniels, en 1993, pour étudier la réglementation des valeurs mobilières. En 1994, des mesures législatives ont été adoptées pour octroyer à la Commission le pouvoir d'établir des règles.

Les modifications législatives de 1994 visaient à conférer à la Commission le pouvoir d'établir des règles à l'endroit de questions qui faisaient auparavant l'objet de ses orientations générales. Les modifications énuméraient les questions pouvant faire l'objet des règles de la Commission, mais elles ne comportaient cependant pas de « disposition omnibus » qui autoriserait la Commission à établir des règles pour des questions relevant généralement de son mandat législatif. Or, en l'absence d'une telle disposition, la Commission doit demander qu'une modification soit apportée à la Loi pour pouvoir traiter de nouvelles questions qui entrent dans son mandat législatif, mais qui ne sont pas précisées dans les dispositions de la Loi relatives à l'établissement de règles. Par exemple, en 1999, il a fallu modifier la Loi pour permettre à la Commission d'établir des règles portant sur certaines exigences en matière de divulgation et de distribution de prospectus.

Le Comité permanent a reçu un mémoire et une observation de la part de deux avocats spécialisés en droit des valeurs mobilières qui sont tout à fait opposés à la recommandation du Rapport Crawford. Ils déconseillent l'octroi de pouvoirs omnibus d'établissement de règles à la Commission, car cette mesure conférerait en fait à des fonctionnaires non élus un pouvoir « pratiquement illimité » de promulguer des lois ayant force exécutoire. Qui plus est, en conférant de tels pouvoirs à la Commission, l'Assemblée législative, dans la pratique, aurait rarement son mot à dire dans la réglementation des valeurs mobilières. (Il a été également souligné que l'octroi de pouvoirs omnibus restreints en matière d'établissement de règles avait été recommandé par le Comité Daniels en 1993, mais cette recommandation avait été rejetée par l'Assemblée législative.)[13]

Tout en reconnaissant ces préoccupations, le Rapport Crawford conclut qu'il faut « atteindre un équilibre entre les préoccupations légitimes concernant l'autorité législative et la souplesse nécessaire dans la réglementation. Les modifications législatives apportées petit à petit aux champs de compétence dans le but de les élargir ralentissent inutilement le processus d'établissement de règles »[14]. Il est également mentionné dans le Rapport que les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et des États-Unis ont toutes des pouvoirs omnibus d'établissement de règles.

---

[13] Voir l'observation de Phil Anisman, 19 août 2004, et le mémoire de Richard J. Balfour, 24 août 2004.

[14] Rapport Crawford, p. 75.

La recommandation du Comité permanent

Le pouvoir d'établissement de règles proposé serait certes assujetti à certaines contraintes (il faudrait que les règles aient un rapport avec les objets de la loi et qu'elles soient assujetties aux exigences en matière d'avis et de commentaires), mais le Comité permanent a des réserves quant à l'octroi à la Commission d'un plus grand pouvoir de promulguer des lois ayant force exécutoire.

Nous sommes d'accord avec l'approche adoptée initialement par le Comité Daniels, à savoir que si la Commission estime qu'elle a besoin du pouvoir d'établir des règles pour traiter une question qui n'est pas prévue dans la Loi, il est raisonnable qu'elle soit tenue de demander à l'Assemblée législative de lui conférer ce pouvoir supplémentaire. En fait, c'est l'une des fins du processus d'examen quinquennal.

L'octroi à la Commission d'un plus grand pouvoir en matière d'établissement de règles nous préoccupe également à la lumière de notre conclusion précédente voulant que l'Assemblée législative exerce une plus grande surveillance sur la Commission.

Par conséquent, nous ne pouvons pas appuyer la recommandation du Rapport Crawford qui vise à octroyer à la Commission des pouvoirs omnibus d'établissement de règles.

Recommandation n° 6

On ne devrait pas octroyer à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario des pouvoirs omnibus d'établissement de règles.

Décisions et ordonnances générales

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 21 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 21. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de permettre à la Commission de rendre des décisions et des ordonnances générales qui ne prévoient que des dispenses.

Discussion

Les décisions et ordonnances générales dispensent certains participants au marché de se conformer à des articles précis de la Loi. Elles sont jugées particulièrement utiles dans les cas où la Commission détermine qu'un groupe de participants peut être dispensé de certaines obligations, telles que les exigences relatives aux prospectus.

Le Rapport Crawford soutient que les décisions et ordonnances générales constitueraient un autre outil qui permettrait à la Commission de s'adapter rapidement à l'évolution du marché et aux nouvelles situations.

Le président de la Commission, M. David Brown, a mentionné que les participants au marché veulent souvent poser des gestes que les responsables de la réglementation n'ont jamais eu l'intention d'empêcher. Or, il faut parfois compter jusqu'à 18 mois actuellement pour faire modifier une règle. Entre-temps, les participants individuels doivent assumer les frais associés à la demande d'une dispense.

De nouveau, le Comité permanent a entendu les observations des avocats spécialisés en droit des valeurs mobilières qui ont soulevé des préoccupations quant à un élargissement indu des pouvoirs de la Commission. Étant donné que les dispenses générales ne sont pas assujetties aux exigences en matière d'avis et de commentaires, ils ont fait remarquer que la possibilité de formuler des commentaires est en fait éliminée. Selon M. Anisman,

> Ce point est particulièrement important compte tenu du fait que les dispenses des exigences de la Loi soustraient souvent les parties à des obligations qui visent à protéger les investisseurs. Dans ces circonstances, il est souhaitable d'avoir le temps et la possibilité d'étudier et de commenter les règles proposées. Le délai relativement court que nécessite une telle participation du public l'emporte sur l'« efficience » que la recommandation vise à atteindre[15]. [Traduction]

La recommandation du Comité permanent

Compte tenu des préoccupations soulevées par les investisseurs individuels, le Comité permanent hésite à appuyer une proposition qui élargirait le pouvoir de la Commission de dispenser les participants au marché de dispositions qui visent à renforcer la protection des investisseurs. Tout bien considéré, nous ne sommes pas convaincus que les gains d'efficience pouvant découler du pouvoir d'émettre des décisions et ordonnances générales sont suffisamment importants pour justifier notre appui à cette recommandation.

Recommandation n° 7

On ne devrait pas octroyer à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario le pouvoir d'émettre des décisions et ordonnances générales. Le Comité permanent reconnaît toutefois que la Commission doit pouvoir agir en temps opportun et demande au gouvernement d'étudier des mécanismes de rechange qui renforceraient l'efficience sans amoindrir la protection des investisseurs.

[15] Ibid., p. 14.

LA RÉGLEMENTATION DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

L'inscription

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 28 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 28. Nous croyons que la Loi devrait continuer d'établir une distinction entre l'exigence concernant l'inscription en tant que conseiller et l'exigence concernant l'inscription en tant que personne ou société effectuant des opérations sur les valeurs mobilières (ou, comme nous le proposions dans une recommandation précédente, étant engagée dans le *commerce* des valeurs mobilières). Cependant, nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent attentivement les exigences de compétence, d'expérience et de pertinence applicables aux courtiers et aux employés afin de s'assurer qu'elles sont suffisamment souples pour permettre différents modèles de prestation de conseils tout en étant suffisamment rigoureuses pour respecter le rôle de plus en plus important des " conseils connexes " fournis par les courtiers et leurs employés.

Discussion

Dans le cadre de l'examen de la question de savoir à qui devrait s'appliquer l'obligation de s'inscrire comme participant au marché, le Rapport Crawford parle d'une « convergence entre les opérations sur valeurs mobilières et les conseils à cet égard ». Il constate que les courtiers et les employés qui sont inscrits pour négocier des valeurs mobilières fournissent de plus en plus de conseils financiers à leurs clients avant d'effectuer une opération. Or, malgré cette tendance, l'inscription des courtiers et de leurs employés demeure fondée principalement sur leur capacité de fournir des services de négociation plutôt que sur leur expertise dans le domaine des conseils financiers.

Le Rapport Crawford attire l'attention sur le fait que les courtiers et leurs employés offrent de plus en plus de « conseils connexes »; il ne dit toutefois pas qu'on devrait leur interdire d'offrir ce genre de services, mais plutôt que les « exigences de compétence, d'expérience et de pertinence ainsi que les autres exigences réglementaires » devraient être adaptées à cette nouvelle situation.

Nous avons entendu de nombreux témoignages d'investisseurs et de défenseurs des intérêts des investisseurs qui critiquaient la qualité générale des conseils de placement qui sont fournis aux petits investisseurs. Voici ce que dit un témoin à ce sujet :

> Lorsque le Canadien moyen décide de faire affaire avec un courtier réputé après avoir vu sa publicité, croit-il qu'il traite avec un conseiller qui agira dans l'intérêt de son client et qui est assujetti à des normes professionnelles ou qu'il traite avec un représentant dans un contexte où le client doit se conduire en acheteur averti et se méfier autant que s'il achetait une voiture usagée?[16] [Traduction]

Après la publication du rapport préliminaire du Comité d'étude de cinq ans, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a publié un document de travail intitulé le *Modèle de courtage équitable*[17]. Dans ce document, la Commission propose trois « modèles de relations » suivant lesquels les personnes et sociétés inscrites (p. ex., les courtiers) traiteraient avec leurs clients. Dès l'ouverture d'un compte, l'investisseur devrait choisir l'un des trois types de relations suivants :

- la « relation de compte géré », selon laquelle l'investisseur dépend entièrement de la société de courtage;
- la « relation de services de conseil », selon laquelle le client prend des décisions en ayant recours aux conseils d'expert objectifs du représentant;
- la « relation de compte autogéré », selon laquelle la société de courtage fournit uniquement des services d'exécution des opérations.

Le but de cette initiative est de « veiller à ce que les services fournis correspondent aux attentes des consommateurs ».

Le Comité d'étude de cinq ans a affirmé qu'il appuierait le *Modèle de courtage équitable,* à la condition que les compétences exigées du courtier attitré témoignent du degré de dépendance de l'investisseur dans la relation. Un défenseur des intérêts des investisseurs qui a témoigné devant le Comité permanent s'est également dit en faveur de l'initiative de la Commission[18]. En revanche, L'Association des conseillers en finances du Canada a critiqué le *Modèle de courtage équitable* pour le motif que les « sociétés intéressées » deviendraient ainsi responsables, selon elle, de la surveillance réglementaire, et a réclamé la création d'un organisme professionnel indépendant pour réglementer la prestation des conseils financiers.

La recommandation du Comité permanent

Le Comité permanent s'intéresse à l'opinion de ceux qui estiment qu'il faut rehausser la qualité générale des conseils financiers qui sont fournis aux petits investisseurs, mais il n'est pas en mesure d'évaluer le bien-fondé de mesures

---

[16] Voir l'observation de Larry Elford, 19 août 2004.
[17] Le *Modèle de courtage équitable* peut être consulté à http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part3/cp_33-901_20040129_fdm_fr.pdf.
[18] *Supra*, Larry Elford.

telles que la création d'un nouvel organisme professionnel pour les conseillers financiers.

Nous estimons que la recommandation du Rapport Crawford constitue une approche raisonnable pour aborder cette nouvelle situation.

Recommandation n° 8

Le gouvernement devrait surveiller de près la mise en oeuvre de la recommandation n° 28 du Rapport Crawford et demander à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario de rendre compte de la progression de la mise en oeuvre dans son rapport annuel à l'Assemblée législative.

L'autoréglementation

L'application de leurs propres règles par les OAR

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 36 se lit comme suit :

> 36. Nous recommandons que la Commission examine s'il serait approprié de modifier la Loi pour conférer aux OAR [organismes d'autoréglementation] les compétences légales suivantes :
>
> - la compétence à l'égard des membres actuels et anciens ou *personnes réglementées* et de leurs administrateurs, dirigeants, partenaires et employés actuels et anciens;
> - la capacité d'obliger les témoins à assister aux audiences disciplinaires et à produire des documents;
> - la capacité de déposer les décisions des comités disciplinaires comme des décisions du tribunal;
> - l'immunité d'origine législative pour les OAR et leur personnel contre la responsabilité civile découlant d'actes réalisés de bonne foi dans l'accomplissement de leurs responsabilités réglementaires;
> - le pouvoir de demander une ordonnance d'un tribunal pour imposer un *surveillant* aux sociétés qui sont coupables d'inobservation chronique ou systématique ou qui présentent un risque

> d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées.
>
> En étudiant ces questions, la Commission devrait déterminer quels freins et contrepoids sont nécessaires, le cas échéant, pour s'assurer que ceux qui seront soumis à ces nouvelles compétences légales aient accès à l'équité procédurale et à des mécanismes de protection.

Discussion

Compte tenu de la perception que les OAR sont incapables d'imposer des sanctions concrètes à leurs membres, le Comité d'étude de cinq ans s'est demandé si les OAR et les bourses reconnus devraient avoir un pouvoir légal d'exécution à l'égard de leurs propres règles. Dans le cadre de l'examen de cette question, le Comité a noté que la législation des valeurs mobilières aux États-Unis autorise les OAR à révoquer le permis d'un membre, à blâmer un membre ou à lui imposer des restrictions et à démettre de ses fonctions ou à blâmer tout dirigeant ou administrateur d'un membre.

L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) a traité de ce point dans son exposé au Comité permanent. L'ACCOVAM affirme que les OAR canadiens n'ont aucun pouvoir d'exécution et soutient que ces organismes doivent être en mesure d'obliger les clients et les institutions financières à témoigner et à produire des documents au cours des enquêtes et des audiences disciplinaires. En l'absence de ce pouvoir, les OAR sont contraints de laisser tomber des causes solides. Ils doivent aussi pouvoir appliquer les pénalités imposées par les comités de discipline aux particuliers qui ont quitté l'industrie, comme s'il s'agissait d'ordonnances des tribunaux. Autrement, le processus disciplinaire perd toute crédibilité.

L'ACCOVAM appuie la recommandation du Rapport Crawford selon laquelle il faut étudier cette question, mais a mentionné au Comité permanent que les ACVM s'opposent à cette initiative.

La séparation de l'intérêt personnel et de l'autoréglementation

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 38 se lit comme suit :

> 38. Nous recommandons que l'ACCOVAM détermine si des améliorations pourraient être apportées à certaines de ses structures, telles que la composition de ses comités de discipline et de son conseil d'administration, afin de diminuer la perception de conflits d'intérêts dans l'autoréglementation.

Discussion

Dans son rapport préliminaire, le Comité d'étude de cinq ans définit comme une « question urgente » la possibilité de conflits d'intérêts entre les rôles réglementaire et d'intérêt public des OAR et leurs objectifs commerciaux. Il cite l'exemple de l'ACCOVAM, qui est à la fois un OAR et une association professionnelle de courtiers en valeurs mobilières. En tant qu'association professionnelle, l'ACCOVAM représente les intérêts de ses membres auprès du gouvernement à l'égard de questions telles que la réglementation des valeurs mobilières; en tant qu'OAR, elle réglemente la conduite des courtiers en valeurs mobilières et prend des mesures d'exécution contre les sociétés membres et les représentants qui contreviennent à ses règles.

Le Comité d'étude de cinq ans recommande ainsi dans son rapport préliminaire que les fonctions d'association professionnelle et d'OAR soient exercées par des organismes distincts. Toutefois, à la suite des observations reçues sur le rapport préliminaire, le Comité est arrivé à la conclusion que le coût de mise en oeuvre de sa recommandation initiale était supérieur aux avantages qui en découleraient et a décidé de ne pas recommander la séparation des fonctions des OAR dans son rapport final.

L'une des raisons qui a incité le Comité d'étude de cinq ans à modifier sa position est la création, entre la publication de ses rapports préliminaire et final, du Réseau de conciliation du secteur financier (RCSF) pour traiter les plaintes des clients des maisons de courtage. Cet organisme n'a aucun lien de dépendance avec les participants de l'industrie tels que l'ACCOVAM. Le Comité d'étude a conclu que la présence de cet organisme, combinée au processus d'arbitrage mis en place précédemment par l'ACCOVAM, « devrait résoudre bon nombre des préoccupations dont nous ont fait part les investisseurs qui s'estimaient lésés »[19].

Plusieurs témoins se sont dits en désaccord avec la conclusion du Rapport Crawford. L'un d'entre eux a laissé entendre que les raisons données à l'appui de cette conclusion ne concordaient pas avec les observations précédentes du Rapport sur l'importance de la perception de conflit à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Un avocat d'affaires a dit au Comité permanent que l'ACCOVAM « donne l'impression d'être un expert impartial alors qu'il n'en est rien ». D'après son expérience de la représentation d'investisseurs qui ont déposé des plaintes auprès de cet organisme, l'ACCOVAM, dans la quasi-totalité des cas, se contente de répéter la réponse donnée par la maison de courtage, acceptant sans poser de questions les explications du conseiller financier. De plus, l'ACCOVAM donne couramment des conseils juridiques aux investisseurs, alors qu'elle n'a aucune compétence pour ce faire[20].

Des témoins ont recommandé de retirer complètement à l'industrie la responsabilité de la protection des consommateurs pour la confier plutôt à un

---

[19] Rapport Crawford, p. 119.
[20] Voir l'observation de John Hollander, 19 août 2004.

organisme indépendant, qui serait financé avec les droits versés par les sociétés et personnes inscrites et dont le personnel ne serait pas issu de l'industrie.

En faisant référence à l'information fournie dans le rapport préliminaire du Comité d'étude de cinq ans, un témoin a attiré notre attention sur les changements récents apportés à la réglementation au Royaume-Uni. En 2001, la Financial Services Authority (FSA) est devenue le seul organisme de réglementation des services financiers, bancaires et d'assurance et a ainsi commencé à assumer la responsabilité de la supervision des sociétés réglementées auparavant par des OAR. Le nouveau système de réglementation ne repose donc aucunement sur des OAR. Un témoin nous a dit que l'une des raisons pour lesquelles le Royaume-Uni avait abandonné l'autoréglementation est le fait que les OAR étaient considérés comme des associations qui représentent d'abord et avant tout les intérêts de leurs membres plutôt que ceux des investisseurs[21].

La recommandation du Comité permanent

Les témoignages reçus par le Comité permanent ont fait ressortir l'existence d'un profond scepticisme chez les investisseurs. Ceux-ci ne croient tout simplement pas que les plaintes sont traitées de façon impartiale dans un système d'autoréglementation.

Même dans le Rapport Crawford, il est dit ceci : « [...] nous demeurons préoccupés par [cette] question [. . . .] Les investisseurs doivent avoir le sentiment que s'ils déposent une plainte contre un membre de l'ACCOVAM, celle-ci sera traitée de manière juste et impartiale par l'ACCOVAM »[22].

Compte tenu des préoccupations exprimées à propos de l'autoréglementation par le Comité d'étude de cinq ans (tant dans son rapport préliminaire que dans son rapport final) et par les témoins qui ont comparu devant le Comité permanent, nous ne pouvons pas appuyer sans réserve les recommandations concernant les pouvoirs d'exécution des OAR (recommandation n° 36) et la séparation de l'intérêt personnel et de l'autoréglementation (recommandation n° 38).

À notre avis, la question de savoir si les OAR devraient obtenir plus de pouvoirs ou si elles devraient même avoir des pouvoirs devrait être examinée plus à fond par un groupe de travail mis sur pied pour étudier cette question précise.

Recommandation n° 9

Le gouvernement devrait mettre sur pied un groupe de travail chargé d'examiner le rôle des OAR, y compris la pertinence de séparer les fonctions d'association professionnelle et de réglementation des OAR.

---

[21] Voir le *Rapport préliminaire du Comité d'étude de cinq ans : examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, p. 69.
[22] Rapport Crawford, p. 119.

LA RESPONSABILITÉ CIVILE EN MATIÈRE D'INFORMATION CONTINUE

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 40 se lit comme suit :

> 40. Nous soutenons la proposition des ACVM en vue de la création d'un régime légal de responsabilité civile concernant l'information continue et recommandons vivement au gouvernement de l'Ontario de promulguer ces mesures législatives le plus tôt possible. Nous encourageons également les gouvernements des autres territoires de compétence des ACVM à adopter ce même régime.

Discussion

Dans son rapport préliminaire, le Comité d'étude de cinq ans recommandait que le gouvernement de l'Ontario adopte un régime statutaire de responsabilité civile concernant la divulgation de l'information continue, modelé sur l'avant-projet de modifications législatives publié par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières en 2000. En réponse au rapport préliminaire, l'Assemblée législative de l'Ontario a adopté en décembre 2002 le projet de loi 198[23], lequel comprenait des dispositions permettant aux investisseurs de poursuivre une société ouverte et toute autre partie responsable qui font une fausse déclaration publique relative à des faits importants concernant la société ou qui manquent aux obligations de divulgation.

En raison de vices de forme, ces dispositions n'ont pas été promulguées. Le projet de loi 41 a ensuite été déposé pour y remédier, mais est mort au Feuilleton au moment du déclenchement des élections provinciales en 2003.

Dans son exposé au Comité permanent, M. Crawford a indiqué que la mise en oeuvre de cette recommandation était une priorité. Tout en faisant remarquer que plus de 90 % des opérations sur valeurs mobilières au Canada ont lieu sur le marché secondaire, il a soutenu qu'il n'est pas raisonnable que seuls les acheteurs de titres émis en vertu d'un prospectus (c.-à-d. les acheteurs sur le marché primaire) puissent avoir le droit d'intenter une action en dommages-intérêts lorsqu'il y a présentation inexacte de faits dans l'information divulguée par une société. À son avis, l'octroi d'un droit statutaire de poursuivre relativement à l'information continue assurerait une protection appréciable aux investisseurs. M. Crawford a recommandé que le gouvernement dépose de nouveau les modifications du projet de loi 41 et qu'il promulgue les dispositions portant sur la responsabilité civile en matière d'information continue.

---

[23] La *Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine (mesures budgétaires)*.

Le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario abondaient dans le même sens que M. Crawford. Ils ont mis en relief le fait que les investisseurs ontariens, contrairement à leurs homologues américains, sont confrontés à des obstacles juridiques importants lorsqu'ils intentent des poursuites contre les sociétés et les initiés pour la divulgation de renseignements incorrects. Selon eux, en plus de constituer un moyen de réparation pour les investisseurs, les recours proposés inciteraient également les sociétés à se conformer à leurs obligations relativement au « maintien de la transparence ».

En revanche, l'Association des banquiers canadiens (ABC) considère que la responsabilité éventuelle en vertu du projet de loi 198 est « excessive ». À son avis, le projet de loi « dépasse largement » le caractère raisonnable d'une mesure de dissuasion relative à la divulgation de renseignements incorrects[24]. L'ABC met en garde contre le fait que les montants adjugés en vertu des limites de responsabilité généreuses prévues dans le projet de loi pourraient mettre en péril la stabilité financière des banques et des autres institutions financières et nuire aux investisseurs qui doivent les payer au bout du compte.

La Civil Liability Coalition, qui représente plusieurs grandes sociétés ouvertes, a soulevé un certain nombre d'objections juridiques et stratégiques à l'égard des dispositions du projet de loi 198 concernant la responsabilité civile. D'après l'analyse effectuée par ce groupe :

- Les dispositions du projet de loi portant inversion de la charge de la preuve, lesquelles font retomber le fardeau de la preuve sur les sociétés défenderesses, pourraient favoriser les recours sans fondement valable.
- La justification des dispositions relatives à la responsabilité civile (à savoir, qu'elles aident à garantir la conformité aux exigences d'information continue) n'existe plus, puisque la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario jouit maintenant d'un meilleur financement et qu'elle dispose de nouveaux pouvoirs d'exécution sur les plans administratif et criminel qui incitent au respect des exigences de divulgation.
- Au lieu d'harmoniser le droit ontarien avec le droit américain, le projet de loi 198 créerait en fait un environnement plus clément pour les poursuites, ce qui pourrait désavantager les sociétés ontariennes.
- Le projet de loi 198 est déphasé par rapport aux développements récents aux États-Unis, où la tendance est de s'écarter des droits d'exécution privés (p. ex., les recours collectifs) au profit de mécanismes d'administration et d'exécution améliorés.

Le Rapport Crawford soutient que l'introduction de certains mécanismes procéduraux dans le projet de loi 198, tels que l'obligation d'obtenir l'autorisation du tribunal pour intenter des poursuites, éliminerait le risque des recours sans

[24] Le projet de loi 198 fixe des limites de responsabilité pour différentes catégories de défendeurs. La limite fixée pour une société émettrice est le plus élevé de ce qui suit : 1 million de dollars ou 5 % de la capitalisation boursière.

fondement valable[25]. Par ailleurs, il ne faut pas oublier le principe du droit ontarien qui veut que les frais juridiques de la partie gagnante dans une action civile soient payés par la partie perdante. Le Rapport fait également remarquer que les décisions récentes rendues en Ontario portent à croire que les tribunaux considéreront « d'un oeil défavorable » les « poursuites frauduleuses coercitives » à l'américaine.

La recommandation du Comité permanent

Le Comité permanent estime que les dispositions relatives à la responsabilité civile en matière d'information continue, prévues dans le projet de loi 198 et modifiées par le (l'ancien) projet de loi 41, renforceraient la protection des investisseurs tout en dissuadant les sociétés de présenter des faits inexacts et de manquer à leurs obligations en matière de divulgation en temps opportun.

À notre avis, les mécanismes procéduraux prévus dans le projet de loi 198, la règle de l'Ontario voulant que les frais juridiques soient payés par la partie perdante et la réticence des tribunaux ontariens à approuver des poursuites dont le bien-fondé n'a pas été démontré répondent aux craintes concernant les actions abusives potentielles.

En ce qui a trait au caractère « excessif » de la responsabilité éventuelle aux termes du projet de loi 198, nous faisons remarquer que les limites de responsabilité imposées par le projet de loi représentent un compromis. L'une des réformes proposées initialement consistait à instaurer un régime de « compensation intégrale », à l'image de celui adopté aux États-Unis[26].

Recommandation n° 10

Le gouvernement devrait déposer de nouveau les dispositions pertinentes de l'ancien projet de loi 41 et promulguer les dispositions du projet de loi 198 relatives à la responsabilité civile.

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET LA RESPONSABILITÉ DES SOCIÉTÉS OUVERTES

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 61 du Rapport Crawford se lit comme suit :

> 61. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de conférer à la Commission l'autorité nécessaire pour réglementer les

[25] Aux termes du projet de loi 198, le tribunal a le pouvoir d'autoriser l'introduction d'une instance uniquement s'il est convaincu que l'action est intentée de bonne foi et que le demandeur a une possibilité raisonnable de gagner le procès.

[26] La compensation intégrale était l'une des solutions de rechange envisagées par le Comité Allen (du nom de son président, Tom Allen), mis sur pied par la Bourse de Toronto en 1994 pour étudier les questions touchant l'information continue.

questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale. Par exemple, nous serions favorables à ce que la Commission soit investie des pouvoirs voulus pour réglementer la composition, le fonctionnement et les responsabilités des conseils d'administration, ainsi que des comités chargés des nominations et de la rémunération.

Discussion

Le Rapport Crawford fait remarquer que les mesures législatives visant les valeurs mobilières ont toujours été axées sur la divulgation de renseignements aux investisseurs et non sur la gouvernance d'entreprise. Toutefois, les scandales comptables récents aux États-Unis démontrent clairement que la gouvernance d'entreprise a des répercussions directes sur l'intégrité des marchés des valeurs mobilières.

Le Comité d'étude de cinq ans a donc recommandé dans son rapport préliminaire de conférer à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario des pouvoirs précis en matière d'établissement de règles, notamment le pouvoir d'établir des règles exigeant que les chefs de la direction et les chefs des finances des sociétés ouvertes attestent l'exactitude des états financiers, ainsi que des règles à propos de la structure des comités de vérification des sociétés. Ces recommandations ont été mises en oeuvre.

Selon la recommandation n° 61 du Rapport Crawford, la Commission obtiendrait le pouvoir de réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale, notamment la composition et le fonctionnement des conseils d'administration et des comités chargés de la rémunération. L'octroi de tels pouvoirs serait en accord avec les réformes apportées récemment à la Bourse de New York et à la bourse NASDAQ et témoignerait des préoccupations croissantes du public à l'endroit de la gouvernance d'entreprise en général. M. Crawford a dit au Comité permanent que la Commission n'avait pas encore obtenu ce pouvoir de réglementation et que certaines questions de gouvernance, par conséquent, relevaient d'orientations générales présentement plutôt que de règles exécutoires. Il a imploré le Comité permanent d'appuyer cette recommandation.

Nous avons reçu quelques autres observations sur cette question. Tout en appuyant cette recommandation, un témoin a recommandé que le nouveau pouvoir de réglementation autorise également la Commission à exiger des sociétés qu'elles adoptent un code d'éthique, dans lequel elles communiqueraient leurs valeurs et leurs croyances fondamentales[27].

Le Comité permanent fait remarquer que la recommandation du Rapport Crawford émane d'un débat plus vaste à propos du modèle de réforme qui

[27] Voir l'observation de la Social Investment Organization, 18 août 2004.

conviendrait pour le droit canadien des valeurs mobilières dans le sillage des scandales comptables aux États-Unis. Un courant de pensée veut que les organismes de réglementation canadiens adoptent de nouvelles normes réglementaires contraignantes, à l'image de celles instaurées en vertu de la loi *Sarbanes-Oxley* aux États-Unis, mais adaptées à la situation canadienne. Selon les partisans de l'approche des normes fondées sur des règles, les normes de gouvernance d'entreprise volontaires établies par la Bourse de Toronto ne conviennent plus. Ils soutiennent que des normes de réglementation contraignantes s'imposent pour attirer de nouveaux capitaux et inspirer confiance aux investisseurs. Le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, M. David Brown, est un ardent défenseur de cette approche[28].

Ceux qui s'opposent à l'approche des normes fondées sur des règles soutiennent que les normes fondées sur des principes conviennent davantage à la situation canadienne. Selon ce point de vue, les sociétés devraient être tenues de respecter les principes généraux de divulgation, de reddition de comptes et de transparence, tout en pouvant choisir à leur gré les moyens à prendre pour s'y conformer. Les partisans de cette approche disent pour leur part que la réglementation contraignante décourage les investissements au Canada et réduit le nombre de sociétés souhaitant être cotées en bourse. L'ancienne présidente de la Bourse de Toronto, M^me^ Barbara Stymiest, privilégie la réglementation fondée sur des principes[29].

La recommandation du Comité permanent

Le message général qui ressort des audiences publiques est que les événements récents ont érodé la confiance du public dans l'intégrité des sociétés, en particulier chez les petits investisseurs.

Nous sommes d'accord avec le point de vue selon lequel la gouvernance d'entreprise a un impact direct sur l'intégrité des marchés des valeurs mobilières et appuyons la conclusion du Rapport Crawford suivant laquelle des règles de gouvernance d'entreprise claires, cohérentes et exécutoires contribueraient à rétablir la confiance des investisseurs.

Recommandation n° 11

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devrait obtenir le pouvoir de réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière générale, conformément à la recommandation n° 61 du Rapport Crawford.

---

[28] Le débat sur la réglementation fondée sur des règles par rapport à celle fondée sur des principes est passé en revue dans Christopher C. Nichols, *The Canadian Response to Sarbanes-Oxley* (Capital Markets Institute, janvier 2003). Ce document peut être consulté à http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/Canadian%20Response%20to%20SOX.pdf.

[29] Ibid.

LES DROITS DES ACTIONNAIRES

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 62 se lit comme suit :

> 62. Nous soutenons les réformes apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) concernant les sollicitations de procurations. Nous recommandons vivement que la Partie XIX de la Loi soit aussi modifiée afin de s'assurer que les actionnaires sont en mesure de communiquer entre eux dans des circonstances prescrites sans devoir déposer une circulaire d'information. Nous recommandons également que la Commission fasse un travail de coordination avec le gouvernement provincial afin de s'assurer que les modifications adoptées dans le cadre de la LSAO et de la Loi sont uniformes. De plus, nous exhortons la Commission à examiner si elle est habilitée ou non à incorporer par renvoi les exigences d'une autre loi canadienne telle que la *Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario* ou la LCSA, en ce qui concerne les sollicitations de procurations, plutôt que de devoir énoncer expressément les règles dans la Loi.

Discussion

Le Rapport Crawford souligne la crainte que les règles actuelles en matière de sollicitation de procurations dans les lois de l'Ontario sur les sociétés et les valeurs mobilières soient trop contraignantes et qu'elles risquent de dissuader les actionnaires de communiquer entre eux. La confusion qui entoure l'interprétation du terme « sollicitation » est particulièrement préoccupante. Le Rapport indique par ailleurs que ces difficultés d'interprétation ont été éliminées de la loi fédérale sur les sociétés à la suite de modifications apportées récemment. Il y a donc maintenant une incohérence entre les lois ontarienne et fédérale et il est encore plus difficile pour les actionnaires de déterminer à quel moment ils peuvent communiquer entre eux.

Le Comité permanent a entendu deux témoins sur cette question, soit le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance. Selon ces témoins, les actionnaires ont le droit d'être informés et ce droit comprend le fait de pouvoir communiquer avec les participants du marché et entre eux. Plus précisément, ils ont dit que lorsqu'un problème survient ou qu'une proposition controversée est faite par une société, les actionnaires doivent pouvoir discuter de leurs préoccupations à ce sujet. Estimant

que la recommandation du Rapport Crawford revêt beaucoup d'importance pour les actionnaires, les deux groupes ont exhorté le Comité permanent à l'appuyer.

Bien qu'elle dépasse la portée des recommandations du Rapport Crawford sur la sollicitation de procurations et les communications avec et entre les actionnaires dans le cadre des offres publiques d'achat, le Comité permanent aimerait attirer l'attention sur une observation intéressante qu'il a reçue sur la question des droits des actionnaires. Cette observation propose la création d'un organisme d'actionnaires indépendant et sans but lucratif (à l'image des *Citizen Utility Boards* aux États-Unis) qui pourrait représenter les intérêts des actionnaires devant les organismes de réglementation, le gouvernement et les tribunaux. Ces groupes d'actionnaires pourraient être mis sur pied, sans frais aucuns pour le gouvernement et le secteur des entreprises, au moyen d'un système de feuillet. Plus précisément, les sociétés cotées en bourse et les sociétés de fonds communs de placement seraient tenues de joindre à leurs rapports annuels aux actionnaires un feuillet indiquant que les investisseurs peuvent devenir membres d'un groupe d'actionnaires moyennant des droits annuels minimes (p. ex., 30 $). D'après les estimations, même si 4 % seulement des investisseurs devenaient membres, ce serait suffisant pour mettre sur pied « un groupe représentatif autonome et doté des ressources nécessaires », qui serait un ardent défenseur des droits des actionnaires individuels au Canada[30].

La recommandation du Comité permanent

La majorité des commentaires reçus par le Comité d'étude à la suite de la publication initiale de cette proposition dans son rapport préliminaire étaient favorables; personne ne s'y est vraiment opposé. Le Comité permanent n'a entendu aucune objection à l'endroit de cette recommandation.

Recommandation n° 12

Le gouvernement devrait adopter des mesures législatives pour modifier les règles relatives à la sollicitation de procurations dans les lois de l'Ontario sur les sociétés et les valeurs mobilières, conformément à la recommandation n° 62 du Rapport Crawford.

LA GESTION DES FONDS MUTUELS

La recommandation du Rapport Crawford

La recommandation n° 66 se lit comme suit :

> 66. Nous recommandons que la Commission et les ACVM imposent à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant. Lorsque, d'après les conclusions raisonnables des administrateurs

[30] Voir l'observation de Démocratie en surveillance, 19 août 2004.

indépendants, le gestionnaire a privilégié ses intérêts personnels au détriment de ceux des participants du fonds mutuel, dans le cadre d'un délit d'initié, d'opérations faisant l'objet de conflit d'intérêts ou d'une violation de ses obligations fiduciaires, cet organisme devrait avoir le droit de congédier le gestionnaire ou d'informer les participants des actions du gestionnaire et de leur accorder une certaine période pour racheter leurs unités sans frais.

Discussion

La Rapport Crawford arrive à la conclusion que la structure de gestion actuelle des fonds mutuels est une source inhérente de conflits d'intérêts potentiels. Les fonds mutuels sont organisés et commercialisés par une société appelée le gestionnaire de fonds. Or, comme le gestionnaire est en affaires pour réaliser des bénéfices pour lui-même, il peut y avoir un conflit entre les décisions que le gestionnaire prend dans son propre intérêt et celles qu'il prend dans l'intérêt des porteurs de parts du fonds mutuel. Par exemple, le fonds mutuel pourrait, à l'insu des porteurs de parts, faire des placements dans des sociétés apparentées à la société de gestion avec l'argent que ceux-ci ont investi dans le fonds mutuel.

Pour remédier à ces conflits d'intérêts potentiels, le Rapport Crawford recommande que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et les ACVM obligent tous les fonds mutuels ouverts à créer et maintenir un organisme directeur indépendant. De plus, les administrateurs indépendants devraient avoir le pouvoir de congédier le gestionnaire s'il a privilégié ses intérêts personnels au détriment de ceux des participants du fonds mutuel dans le cadre d'un délit d'initié, d'un conflit d'intérêts ou d'une violation de ses obligations fiduciaires. Comme solution de rechange, les administrateurs devraient avoir le droit d'informer les participants des actions du gestionnaire et de leur accorder un délai pour racheter leurs unités sans frais.

M. Crawford a énuméré à l'intention du Comité permanent un certain nombre de faits nouveaux qui se sont produits dans l'industrie des fonds mutuels depuis la publication de la recommandation du Comité d'étude de cinq ans au début de 2003 :

- Le procureur général de New York, Elliot Spitzer, a lancé des enquêtes sur la pratique des opérations tardives et celle de la synchronisation des marchés dans le secteur des fonds mutuels aux États-Unis.
- La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario mène son propre examen sur ces pratiques dans le secteur des fonds mutuels au Canada.
- Aux États-Unis, la SEC a publié une proposition visant à imposer une gestion plus stricte des fonds d'investissement.
- En janvier 2004, les ACVM ont publié un nouveau projet d'instruction générale canadienne pour remédier à cette question.

Au sujet de ce dernier point, M. Crawford a fait remarquer que les critiques considèrent que la proposition des ACVM est une version « édulcorée » d'une proposition précédente de l'organisme. La nouvelle version propose la création d'organismes d'examen indépendants pour les fonds mutuels, mais sans leur accorder un pouvoir véritable de désapprouver le gestionnaire de fonds.

M. Crawford a déclaré que les membres du Comité d'étude de cinq ans « maintenaient la recommandation qu'ils ont formulée dans le Rapport final ». Par ailleurs, à la lumière des développements récents, il a laissé entendre que si le Comité d'étude se réunissait aujourd'hui, il réexaminerait sa décision d'abandonner une recommandation plus rigoureuse qu'il avait formulée dans le rapport préliminaire. Suivant cette proposition, les administrateurs indépendants auraient eu le droit de congédier un gestionnaire de fonds mutuels pour rendement médiocre du fonds (en plus des autres motifs de congédiement mentionnés dans la recommandation finale).

L'Institut des fonds d'investissement du Canada, qui représente l'industrie des fonds mutuels, a dit au Comité permanent qu'il appuyait le concept des organismes de supervision indépendants, mais qu'il était tout à fait en désaccord avec la proposition de leur accorder le droit de congédier un gestionnaire de fonds. L'industrie estime que les investisseurs ont déjà le droit effectif de congédier les gestionnaires de fonds puisqu'ils ont le droit de faire racheter leurs placements sur demande pour investir leur argent dans un autre fonds. L'industrie soutient que l'octroi aux organismes directeurs indépendants du pouvoir de congédier les gestionnaires porterait en fait atteinte au choix des investisseurs.

La recommandation du Comité permanent

Le Comité permanent partage les préoccupations du Rapport Crawford au sujet de la gestion actuelle des fonds mutuels. Il juge particulièrement éloquente la déclaration de M. Crawford voulant qu'à la lumière des développements récents, le Comité d'étude de cinq ans formulerait tout probablement aujourd'hui une recommandation plus rigoureuse que celle contenue dans son rapport final.

Recommandation n° 13

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et les ACVM devraient imposer à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant qui assurerait une protection substantielle des investisseurs.

NOUVEAUX POUVOIRS D'EXÉCUTION

Pouvoir d'ordonner une restitution et ordonnances de restitution en vertu de l'article 128 de la Loi sur les valeurs mobilières

Les recommandations du Rapport Crawford

Les recommandations n° 75, 76 et 77 se lisent comme suit :

> 75. Nous recommandons que la Commission surveille la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et la Financial Services Authority du Royaume-Uni (FSA) dans l'exercice de leurs nouveaux pouvoirs de restitution respectifs et qu'elle tienne compte des conséquences pratiques de l'exercice de ce pouvoir afin d'être en mesure de décider ultérieurement si le pouvoir d'ordonner une restitution serait approprié pour la Commission.
>
> 76. Nous encourageons la Commission à exercer, dans les cas appropriés, son pouvoir discrétionnaire pour demander au tribunal, en vertu de l'article 128 de la Loi, une ordonnance de restitution ou d'indemnisation.
>
> 77. Nous recommandons à la Commission d'examiner le bien-fondé et les répercussions de la modification de l'article 128 de la Loi afin de permettre aux investisseurs, dans certaines circonstances, de demander directement au tribunal une ordonnance de restitution ou d'indemnisation.

Discussion

Les organismes de réglementation tels que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario n'ont pas le pouvoir traditionnellement de rendre une ordonnance de restitution puisque l'objectif des lois réglementaires est de nature protectrice et non réparatrice. Le Rapport Crawford reconnaît néanmoins que le rôle de l'organisme de réglementation évolue, comme on peut le constater au Manitoba et au Royaume-Uni, où les commissions des valeurs mobilières ont maintenant le pouvoir direct d'ordonner une restitution.

Les défenseurs des intérêts des investisseurs et les investisseurs individuels qui ont témoigné devant le Comité permanent étaient en faveur de l'octroi à la Commission du pouvoir d'ordonner une restitution. Selon eux, les recours actuels, à savoir l'arbitrage et les tribunaux, sont hors de prix pour l'investisseur moyen et bien souvent n'aboutissent pas à la récupération de l'épargne perdue. En revanche, les sociétés défenderesses disposent en général de ressources

considérables pour assurer leur défense. Il s'ensuit qu'il est difficile pour les victimes de fraude d'obtenir justice.

M. Phil Anisman, spécialiste du droit des valeurs mobilières, a affirmé au Comité permanent que la restitution et l'indemnisation « sont les mesures de protection les plus utiles pour les investisseurs qui ont subi une perte à la suite d'une infraction aux lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario ». Il a d'ailleurs laissé entendre que le Comité d'étude de cinq ans faisait preuve d'incohérence à ce sujet : d'un côté, il se garde de recommander l'octroi à la Commission de pouvoirs de restitution parce que le rôle de la Commission en est un de protection et non de réparation, tandis que de l'autre, il recommande dans son rapport préliminaire que la Commission ait le pouvoir d'ordonner le paiement de pénalités administratives et le remboursement de montants (recommandations mises en oeuvre par l'Assemblée législative de l'Ontario en 2002).

M. Anisman a minimisé la crainte exprimée dans le Rapport Crawford voulant que l'octroi à la Commission de pouvoirs de restitution pourrait accroître la complexité des audiences de la Commission en nécessitant la tenue d'enquêtes sur des questions telles que l'identification des victimes et la preuve des pertes encourues par celles-ci. Il estime que la Commission peut atténuer ce problème en exerçant son pouvoir de contrôler ses propres instances, notamment en décidant des personnes pouvant comparaître à titre d'investisseurs lésés.

Le Rapport Crawford constate que bien que l'article 128 de la *Loi sur les valeurs mobilières* confère à la Commission le pouvoir discrétionnaire de demander au tribunal une ordonnance d'indemnisation ou de restitution, la Commission n'a exercé ce pouvoir qu'une seule fois. Un témoin a déclaré au Comité permanent que la Commission a adopté une politique voulant qu'elle n'exerce pas le pouvoir discrétionnaire qui lui est conféré à l'article 128 pour le motif que ce rôle ne convient pas à un organisme de réglementation. Plusieurs témoins appuyaient la recommandation qui incitait la Commission à exercer davantage ce pouvoir.

La recommandation du Comité permanent

Le Comité permanent est d'avis que les investisseurs, surtout les petits investisseurs, ont besoin de recours pratiques lorsqu'ils subissent une perte à la suite d'une infraction aux lois, aux règles ou aux orientations générales de l'Ontario en matière de valeurs mobilières.

Recommandation n° 14

Le Comité permanent recommande que le gouvernement, de concert avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, instaure un mécanisme efficace qui permettrait aux investisseurs d'obtenir une restitution de façon rapide et économique, et que le gouvernement rende compte de ses progrès à cet égard dans un délai de 12 mois. L'instauration d'un tel mécanisme devrait tenir compte de toute mesure visant à séparer la fonction judiciaire de la Commission.

ANNEXE 1 : RECOMMANDATIONS DU COMITÉ PERMANENT

1. Le prochain comité d'étude devrait être constitué en mai 2007. Le comité remettrait un rapport provisoire en mai 2008 et un rapport final au début de 2009. Par la suite, le comité d'étude devrait être constitué quatre ans après la date de constitution du comité précédent. Cette recommandation ne vise aucunement à dissuader ou à empêcher le ministre des Finances d'entreprendre l'examen de questions individuelles, si besoin est.

2. Le Comité permanent reconnaît que la création d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique est un besoin crucial et recommande fortement que le gouvernement de l'Ontario continue de collaborer avec tous les intervenants, y compris les ministres des autres provinces, pour en arriver à la création d'un tel organisme. Les éléments clés du nouveau régime réglementaire devraient être un nouvel organisme de réglementation unique, des lois communes relatives aux valeurs mobilières et une structure unique de droits à payer.

3. Le gouvernement devrait déposer une loi régissant le transfert des valeurs mobilières modelée sur l'article 8 du *Uniform Commercial Code* des États-Unis.

4. Le Comité permanent estime que le statu quo est inacceptable et recommande que le gouvernement effectue un examen de la surveillance exercée par l'Assemblée législative sur la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Tout nouveau mécanisme de surveillance devrait notamment exiger que les rapports annuels de la Commission soient automatiquement transmis à un comité de l'Assemblée législative et devrait garantir que le Comité peut assigner des témoins à comparaître, y compris le ministre responsable, pour répondre aux questions concernant les progrès de la mise en oeuvre des recommandations approuvées par l'Assemblée législative.

5. La fonction judiciaire de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devrait être séparée de ses autres fonctions, conformément aux recommandations du comité sur l'équité.

6. On ne devrait pas octroyer à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario des pouvoirs omnibus d'établissement de règles.

7. On ne devrait pas octroyer à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario le pouvoir d'émettre des décisions et ordonnances générales. Le Comité permanent reconnaît toutefois que la Commission doit pouvoir agir en temps opportun et demande au gouvernement d'étudier des mécanismes de rechange qui renforceraient l'efficience sans amoindrir la protection des investisseurs.

8. Le gouvernement devrait surveiller de près la mise en oeuvre de la recommandation n° 28 du Rapport Crawford et demander à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario de rendre compte de la progression de la mise en oeuvre dans son rapport annuel à l'Assemblée législative.

9. Le gouvernement devrait mettre sur pied un groupe de travail chargé d'examiner le rôle des OAR, y compris la pertinence de séparer les fonctions d'association professionnelle et de réglementation des OAR.

10. Le gouvernement devrait déposer de nouveau les dispositions pertinentes de l'ancien projet de loi 41 et promulguer les dispositions du projet de loi 198 relatives à la responsabilité civile.

11. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devrait obtenir le pouvoir de réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière générale, conformément à la recommandation n° 61 du Rapport Crawford.

12. Le gouvernement devrait adopter des mesures législatives pour modifier les règles relatives à la sollicitation de procurations dans les lois de l'Ontario sur les sociétés et les valeurs mobilières, conformément à la recommandation n° 62 du Rapport Crawford.

13. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et les ACVM devraient imposer à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant qui assurerait une protection substantielle des investisseurs.

14. Le Comité permanent recommande que le gouvernement, de concert avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, instaure un mécanisme efficace qui permettrait aux investisseurs d'obtenir une restitution de façon rapide et économique, et que le gouvernement rende compte de ses progrès à cet égard dans un délai de 12 mois. L'instauration d'un tel mécanisme devrait tenir compte de toute mesure visant à séparer la fonction judiciaire de la Commission.

ANNEXE 2 : TÉMOINS ET MÉMOIRES ET OBSERVATIONS VERBALES

Organismes/Particuliers	Date de comparution	Url – Journal des débats
Advocis (L'Association des conseillers en finances du Canada)	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA517
Stephen P. Sibold, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta	Mémoire	
Anisman, Phil	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA876
Balfour, Richard J.	Mémoire	
Bazos, Anthony	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA709
Association canadienne des individus retraités	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA879
Association des banquiers canadiens	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA950
Coalition canadienne pour une bonne gouvernance	Mémoire	
La Caisse canadienne de dépôt de valeurs	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA600
Conseil canadien sur la reddition de comptes	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA443
Centre for Corporate and Public Governance	Mémoire	
Certified General Accountants of Ontario	Mémoire	
Civil Liability Coalition	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA646
Coady, Martha	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA832

Organismes/Particuliers	Date de comparution	Url – Journal des débats
Conseil de la consommation Canada	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA382
Crawford, Purdy	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA32
Démocratie en surveillance	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA250
DeTorro, J. Edward	Mémoire	
Elford, Larry	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA704
Fried, Joel	Mémoire	
Gibson, Sandra	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA492
Hollander, John	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA776
Hutton, Gloria	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA226
Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA626
Institut des fonds d'investissement du Canada	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA818
Killoran, Joe	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA173
Kyle, Robert	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA339
Association du Barreau de l'Ontario	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA733
Chambre de commerce de l'Ontario	Mémoire	

Organismes/Particuliers	Date de comparution	Url – Journal des débats
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA481
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario	Mémoire	
Phillips, Gerry, président du Conseil de gestion du gouvernement	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA55
Rosen, Al	Mémoire	
Scavone, Robert	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA851
Scott, William A.	Mémoire	
Small Investor Protection Association	Mémoire	
Social Investment Organization	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA778
Stromberg, Glorianne	Mémoire	
Bourse de Toronto	Mémoire	
Urquhart, Diane	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA729
Verdun, Robert	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA924
Weissglas, William	18 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F024.htm#PARA998
Winkler, Paul	Mémoire	
Wotton, Ernest	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA574
Yudelman, David	19 août 2004	http://www.ontla.on.ca/hansard/committee_debates/38_parl/session1/finance/F025.htm#PARA313

ANNEXE 3 : RECOMMANDATIONS DU COMITÉ D'ÉTUDE DE CINQ ANS (LE RAPPORT CRAWFORD) – ÉTAT ACTUEL

Dans l'introduction du rapport du Comité permanent, nous indiquons que 20 des 95 recommandations formulées dans le Rappport Crawford ont été mises en oeuvre ou ne requièrent aucune mesure.

On trouvera ci-dessous les 95 recommandations du Rapport Crawford, accompagnées d'une note sur l'état de chacune. Lorsque le rapport du Comité permanent traite de l'une d'entre elles, nous en faisons mention.

1. Nous recommandons que les provinces, les territoires et le gouvernement fédéral travaillent ensemble à la création d'un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières responsable de tous les marchés financiers du Canada. À cette fin, nous encourageons fortement le gouvernement de l'Ontario à appuyer activement le Comité de personnes averties qui a été créé récemment par le ministre fédéral des Finances. *(Nécessite la prise de mesures législatives et un changement de structure. Voir Rapport du Comité permanent : « Un seul organisme de réglementation des valeurs mobilières ».)*

2. En attendant, nous recommandons que les organismes de réglementation prennent des mesures afin de simplifier le régime de réglementation actuel au Canada : i) nous recommandons que les organismes de réglementation continuent d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada; ii) nous recommandons que les organismes de réglementation soient habilités à déléguer tout pouvoir, devoir, fonction ou responsabilité qui leur est conféré à un autre organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières, et que ces organismes prennent l'habitude de se déléguer les pouvoirs entre eux. Nous recommandons par conséquent que la Loi soit modifiée afin de conférer ce pouvoir à la Commission et que les dispositions sur l'immunité soient modifiées en consequence; iii) nous recommandons que toutes les mesures législatives sur les valeurs mobilières canadiennes soient modifiées de façon à inclure une disposition sur la " reconnaissance réciproque ", de manière à ce que les règles du territoire de compétence le plus étroitement lié à une opération ou à un participant au marché régissent cette opération ou ce participant et que les autres territoires de compétence concernés reconnaissent ces règles et acceptent qu'elles soient appliquées au lieu de leurs propres règles. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

3. Nous encourageons fortement les autorités de réglementation canadiennes et les organismes chargés d'élaborer les normes à se conformer aux normes comptables internationales (NCI) et espérons que le Canada continuera à jouer un rôle de chef de file dans ce domaine - dans le but éventuel d'autoriser les émetteurs nationaux et étrangers à présenter l'information financière en vertu des NCI, sans fournir de concordance

avec les principes comptables généralement reconnus (PCGR) en vigueur au Canada. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

4. Nous recommandons que la Commission et les ACVM permettent aux sociétés étrangères et canadiennes de préparer leurs états financiers conformément aux PCGR en vigueur aux États-Unis. Les émetteurs qui dressent leurs états financiers conformément aux PCGR américains devraient être tenus de dresser également leurs états conformément aux PCGR canadiens pendant une période de transition. La durée de la période de transition sera déterminée par les organismes de réglementation, qui doivent se demander si des problèmes importants de comparabilité surgiront en l'absence de concordance. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

5. Nous encourageons fortement la Commission et les ACVM à continuer d'élaborer des mesures législatives sur les valeurs mobilières modelées sur l'article 8 révisé du *Uniform Commercial Code* américain et exhortons les pouvoirs publics au Canada à faire en sorte que de telles mesures législatives soient adoptées de manière uniforme et le plus rapidement possible dans tout le pays. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « Mesures législatives uniformes sur les valeurs mobilières »)*

6. Nous encourageons la Commission à continuer de participer de manière permanente aux initiatives de l'Organisation internationale des commissions des valeurs mobilières (OICVM) et l'exhortons à modifier ses règles, en temps voulu, afin de mettre en œuvre les normes internationales émanant de l'OICVM. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

7. Nous recommandons que les ACVM, les gouvernements provinciaux et territoriaux, et le gouvernement fédéral adoptent un système de réglementation fonctionnelle harmonisée d'un bout à l'autre du Canada, selon lequel l'ensemble des activités sur les marchés financiers canadiens, les produits et les pratiques seront régis de manière similaire et seront assujettis à des normes similaires, malgré les différences entre les diverses institutions ou les participants qui offrent les produits ou les services en question. Entre-temps, nous encourageons la coopération et la coordination continues entre les organismes de réglementation dans le secteur des services financiers grâce à la participation à des initiatives telles que le Forum conjoint. *(Nécessite la prise de mesures législatives et un changement de structure)*

8. Nous recommandons que le ministre et la Commission déterminent s'il y a lieu d'entreprendre des études portant sur certains aspects des activités de la Commission comme l'a fait le General Accounting Office (GAO) en ce qui concerne la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC).

(Nécessite la prise de mesures par le gouvernement. Voir Rapport du Comité permanent : « La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario »)

9. Nous recommandons que la Commission et le ministre procèdent en priorité à un examen approfondi de la structure actuelle de la Commission en tant qu'organisme multifonctionnel. *(Nécessite la prise de mesures législatives et un changement de structure. Voir Rapport du Comité permanent : « La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario »)*

10. Nous recommandons que la disposition énonciatrice de principes de la Loi soit modifiée de manière à enjoindre à la Commission de prendre en considération les principes supplémentaires suivants dans la réalisation des objets de la Loi :

    - Une réglementation efficace et souple des valeurs mobilières devrait favoriser la participation éclairée des investisseurs aux marchés financiers.

    - Étant donné le caractère international des marchés financiers, il est souhaitable de maintenir la position concurrentielle de ceux de l'Ontario.

    - L'innovation devrait être favorisée sur les marchés financiers ontariens.

    - L'administration et l'application des mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ne devraient pas entraver inutilement la concurrence entre les personnes exerçant des activités réglementées ni la rendre déloyale.

    (Nécessite la prise de mesures législatives)

11. Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans la mesure nécessaire afin qu'elle renferme les principes fondamentaux qui concernent les dispositions législatives sur les valeurs mobilières. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

12. Nous recommandons que la Commission, de même que le gouvernement de l'Ontario, cherche à rationaliser la Loi en intégrant les exigences détaillées aux règlements. En outre, nous sommes d'avis que la Loi devrait correspondre avec précision au droit actuel. Cela pourrait entraîner l'élimination de certaines dispenses figurant dans la Loi lorsque les dispositions qui les prévoient ont été remplacées par une règle *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

13. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'octroyer à la Commission des pouvoirs *omnibus* d'établissement de règles

essentiellement identiques à ceux conférés au lieutenant-gouverneur en conseil en vertu de l'alinéa 143(2)b) de la Loi. La Commission devrait jouir du pouvoir d'établir des règles relatives à toute question qui est *utile à la réalisation des objets de la Loi. (Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « L'établissement de règles »)*

14. Nous recommandons que le ministre indique les noms des intervenants qui ont fait part de leurs préoccupations à l'égard d'un projet de règle particulier durant la période d'examen ministériel ainsi que la nature de ces préoccupations. Ceci, à son tour, permettra à la Commission de respecter son obligation légale de rendre public le fait qu'une règle a été rejetée ou renvoyée par le ministre et d'en fournir les motifs. *(Nécessite la prise de mesures par le gouvernement)*

15. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que la Commission publie de nouveau une règle proposée aux fins de commentaires si la Commission propose des changements qu'elle juge importants en raison de ce qui suit :

a. la nature des changements proposés à la règle dans son ensemble;

b. elle désire savoir si la règle finale est la conclusion logique du processus d'élaboration des règles lorsqu'on l'étudie en tenant compte de la règle proposée à l'origine et de la demande de commentaires. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

16. Nous recommandons que la Commission publie des versions marquées de ses règles et politiques lorsqu'elle i) apporte des changements aux règles et aux politiques existantes et ii) publie de nouveau un projet de règle ou de politique aux fins de commentaires. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

17. Nous recommandons que la Commission limite le nombre de projets qu'elle entreprend et qu'elle concentre ses ressources sur un nombre restreint de questions stratégiques cruciales. Nous recommandons en outre que la Commission rationalise son processus interne d'établissement de règles en adoptant des normes internes régissant l'élaboration de projets de règles et de politiques et en fixant des échéanciers modèles pour étudier les commentaires se rapportant à une règle ou à une politique et y répondre. Nous recommandons que la Commission publie ces normes internes et qu'elle rende compte de ses résultats par rapport à celles-ci. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

18. Afin de favoriser la mise en œuvre en temps opportun des changements apportés aux politiques, nous encourageons la Commission et les ACVM à

adopter des solutions pratiques, même si elles ne sont pas parfaites. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

19. Lorsque la Commission entreprend des analyses coûts-avantages des projets de règles, telles qu'elles sont prescrites par la Loi, nous recommandons qu'elle réalise, ou demande que soient réalisées, des études empiriques afin d'évaluer l'efficacité, les coûts et les avantages des règles proposées pour déterminer l'efficacité des règlements proposés. *(Mise en oeuvre par des mesures de la Commission)*

20. Nous recommandons que chaque analyse coûts-avantages que la Commission entreprend à l'égard d'un projet de règle précise si la règle en question contribuera à harmoniser les lois sur les valeurs mobilières d'un bout à l'autre du Canada tout en décrivant les effets prévus de la nouvelle règle sur l'harmonisation et la coopération. Si l'adoption de la nouvelle règle est susceptible de nuire à l'harmonisation ou à la coopération, la Commission devrait expliquer pourquoi cette règle devrait néanmoins être adoptée. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

21. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de permettre à la Commission de rendre des décisions et des ordonnances générales qui ne prévoient que des dispenses. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « L'établissement de règles »)*

22. Nous recommandons que la Commission publie des ordonnances de dispense selon les exigences des règles sur les valeurs mobilières. Nous recommandons en outre que la Commission fournisse des avis de refus de dispense et le motif des refus, à condition de ne pas divulguer l'identité du demandeur. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

23. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'exiger que les futurs comités d'étude soient nommés cinq ans après la date de remise du rapport final du comité précédent. Nous recommandons en outre que la composition du Comité reflète une diversité de milieux et d'intérêts associés aux marchés financiers. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « Introduction »)*

24. Nous recommandons que les ACVM déterminent si les Instructions canadiennes 11 201 et 47-201 s'opposent aux mesures législatives provinciales comme la LCE. Nous sommes d'avis que les ACVM devraient s'assurer que les lignes directrices contenues dans ces mesures demeurent pertinentes et qu'elles devraient émettre un communiqué décrivant leur position à l'intention des participants au marché. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

25. Compte tenu des préoccupations à l'égard de la protection des investisseurs, nous estimons qu'il serait imprudent d'éliminer la disposition

selon laquelle les courtiers attitrés doivent participer aux offres sur Internet. *(Aucune mesure requise)*

26. Les ACVM devraient évaluer le succès du modèle limité d'accès-égale-réception envisagé par le projet de Norme canadienne 51-102 proposé, *Obligation d'information continue*, en vue de déterminer si le modèle d'accès-égale-réception pourrait être élargi de manière à englober d'autres documents qui doivent être remis aux investisseurs en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières. *(Nécessite la prise de mesures et l'établissement d'une règle par la Commission)*

27. Nous recommandons que l'exigence d'inscription liée aux opérations sur les valeurs mobilières soit transférée vers un modèle qui oblige la personne ou la société à être engagée dans le *commerce* des valeurs mobilières. Cependant, nous ne soutiendrons un tel changement que si celui-ci est adopté à l'échelle du pays dans son ensemble. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

28. Nous croyons que la Loi devrait continuer d'établir une distinction entre l'exigence concernant l'inscription en tant que conseiller et l'exigence concernant l'inscription en tant que personne ou société effectuant des opérations sur les valeurs mobilières (ou, comme nous le proposions dans une recommandation précédente, étant engagée dans le *commerce* des valeurs mobilières). Cependant, nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent attentivement les exigences de compétence, d'expérience et de pertinence applicables aux courtiers et aux employés afin de s'assurer qu'elles sont suffisamment souples pour permettre différents modèles de prestation de conseils tout en étant suffisamment rigoureuses pour respecter le rôle de plus en plus important des " conseils connexes " fournis par les courtiers et leurs employés. *(Nécessite la prise de mesures et l'établissement d'une règle par la Commission. Voir Rapport du Comité permanent : « La réglementation des participants au marché »)*

29. Nous encourageons la Commission et les ACVM à continuer de surveiller l'utilisation des portails financiers par les participants au marché et de favoriser leur mise en place lorsque cela est approprié. Quand des portails servent à des activités allant à l'encontre des exigences de la Loi, les organismes de réglementation peuvent engager des procédures d'exécution, s'il y a lieu. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

30. Nous recommandons que les mesures législatives sur les valeurs mobilières en vigueur dans les provinces soient modifiées afin de prévoir des exigences de fond uniformes concernant l'inscription d'un bout à l'autre du pays. Nous recommandons en outre que la Base de données nationale des inscriptions (BNDI) soit modifiée après son lancement afin de permettre aux investisseurs d'accéder à l'information pertinente sur les

courtiers attitrés, notamment en ce qui a trait à leur expérience dans l'industrie, aux mesures disciplinaires prises à leur encontre par le passé, le cas échéant, et aux produits qu'ils sont autorisés à vendre. *(Nécessite la prise de mesures et l'établissement d'une règle par la Commission)*

31. Nous recommandons que la Loi soit modifiée dans le but d'éliminer les exigences d'inscription universelle. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission et possiblement des mesures législatives)*

32. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin d'autoriser la Commission à obliger les organismes d'autoréglementation (OAR), qui n'ont pas autrement demandé d'être reconnus, à obtenir leur agrément s'ils accomplissent des activités qui sont normalement exercées par la Commission ou assujetties à sa surveillance. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

33. Nous recommandons que les agences de compensation soient tenues d'obtenir leur agrément en modifiant l'article 21.2 de la Loi afin de s'assurer *qu'aucune personne ou société n'agisse en tant qu'agence de compensation, à moins d'être agréée par la Commission*. Nous recommandons en outre que la Commission réexamine la définition d'une *agence de compensation* dans l'article 1.1 de la Loi afin de s'assurer qu'elle reflète correctement les activités qui l'obligeraient à obtenir l'agrément. À cet égard, nous suggérons de prendre en considération la définition d'une *agence de compensation* prévue par les mesures législatives américaines. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

34. Nous recommandons que la Commission et les ACVM examinent s'il serait approprié d'exiger que les Systèmes de cotation et de rapport d'opération (QATRS) obtiennent leur agrément en vertu des mesures législatives sur les valeurs mobilières et d'élaborer une démarche harmonisée à l'égard des QATRS, en réexaminant entre autres la définition actuelle des QATRS dans la Loi. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

35. Nous croyons que le Canadian Unlisted Board (CUB) devrait être soumis à un examen réglementaire et nous exhortons la Commission à effectuer cet examen le plus tôt possible en prêtant une attention particulière aux préoccupations relatives à la transparence et à la diminution des risques d'abus auxquels le CUB est exposé. *(Mise en oeuvre par des mesures et une règle de la Commission)*

36. Nous recommandons que la Commission examine s'il serait approprié de modifier la Loi pour conférer aux OAR les compétences légales suivantes :

- la compétence à l'égard des membres actuels et anciens ou *personnes réglementées* et de leurs administrateurs, dirigeants, partenaires et employés actuels et anciens;

- la capacité d'obliger les témoins à assister aux audiences disciplinaires et à produire des documents;

- la capacité de déposer les décisions des comités disciplinaires comme des décisions du tribunal;

- l'immunité d'origine législative pour les OAR et leur personnel contre la responsabilité civile découlant d'actes réalisés de bonne foi dans l'accomplissement de leurs responsabilités réglementaires;

- le pouvoir de demander une ordonnance d'un tribunal pour imposer un *surveillant* aux sociétés qui sont coupables d'inobservation chronique ou systématique ou qui présentent un risque d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées.

En étudiant ces questions, la Commission devrait déterminer quels freins et contrepoids sont nécessaires, le cas échéant, pour s'assurer que ceux qui seront soumis à ces nouvelles compétences légales aient accès à l'équité procédurale et à des mécanismes de protection. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission et des mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « La réglementation des participants au marché »)*

37. Nous recommandons que les Bourses et les OAR agréés soient tenus de déclarer à la Commission toute violation ou possibilité de violation des mesures législatives sur les valeurs mobilières. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

38. Nous recommandons que l'ACCOVAM détermine si des améliorations pourraient être apportées à certaines de ses structures, telles que la composition de ses comités de discipline et de son conseil d'administration, afin de diminuer la perception de conflits d'intérêts dans l'autoréglementation. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission. Voir Rapport du Comité permanent : « La réglementation des participants au marché »)*

39. Nous appuyons fortement l'initiative des ACVM qui consiste à harmoniser les exigences canadiennes d'information continue et encourageons les ACVM à accorder une grande priorité à cet avant-projet de règlement afin d'assurer son adoption rapide d'un bout à l'autre du Canada. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

40. Nous soutenons la proposition des ACVM en vue de la création d'un régime légal de responsabilité civile concernant l'information continue et recommandons vivement au gouvernement de l'Ontario de promulguer ces mesures législatives le plus tôt possible. Nous encourageons également les gouvernements des autres territoires de compétence des ACVM à adopter ce même régime. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « La responsabilité civile en matière d'information continue »)*

41. Nous recommandons à la Commission d'étudier la pertinence de modifier le régime actuel de responsabilité civile en ce qui concerne le placement initial de titres afin de faire pendant aux modifications relatives à la notion de responsabilité civile en ce qui a trait aux points suivants :

    - le remplacement du modèle de responsabilité solidaire par un modèle de responsabilité proportionnelle;
    - le droit pour l'émetteur d'invoquer une défense basée sur la diligence raisonnable;
    - l'adoption d'une règle refuge relativement à l'information prospective.

    (Nécessite une étude par la Commission et des mesures législatives)

42. Nous encourageons les ACVM à adopter des réformes supplémentaires en ce qui a trait aux dispenses relatives aux prospectus et au système fermé dans le but d'harmoniser et de simplifier les exigences visant les placements privés. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

43. Une fois la mise en œuvre d'autres réformes effectuée, comme la responsabilité civile relative à l'information continue, la mise en place de normes améliorées régissant l'information continue pour tous les émetteurs assujettis et un système de divulgation de l'information plus intégré dans son ensemble, nous considérons que les périodes de détention appliquées aux valeurs mobilières des émetteurs assujettis pourraient être éliminées sans diminuer la protection des investisseurs, tout en contribuant de façon significative à l'amélioration de l'efficience des marchés financiers. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

44. Nous pensons qu'il serait aussi utile d'envisager l'élimination des périodes d'acclimatation dans le cas des émetteurs assujettis si les réformes proposées dans le présent rapport sont adoptées. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

45. Les périodes de détention et d'acclimatation devraient continuer de s'appliquer aux émetteurs non assujettis. *(Aucune mesure requise)*

46. Nous recommandons à la Commission d'examiner la pratique grâce à laquelle les porteurs de blocs de contrôle réduisent les périodes de détention applicables au moyen d'instruments dérivés et d'autres structures de monétisation. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

47. Nous recommandons que les dispositions de la Loi sur la divulgation en temps opportun de l'information ne soient pas modifiées pour exiger la divulgation de *l'information importante*. *(Aucune mesure requise)*

48. Nous recommandons que la Commission étudie la possibilité de modifier la définition actuelle du terme *changement important* et les obligations relatives à la divulgation en temps opportun afin d'y inclure :

    - un plus large éventail d'événements qui doivent être divulgués;

    - des événements détaillés propres à chaque entreprise devant être divulgués en temps opportun, comme dans la méthode proposée à l'aide du formulaire 8-K de la SEC;

    - une disposition exigeant que les ententes relatives à l'information divulguée soient déposées à titre d'annexe au rapport public. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

49. Nous recommandons que la norme relative aux changements et faits importants soit remplacée, dans le cadre de toutes les mesures législatives relatives aux valeurs mobilières, par une norme relative à un investisseur raisonnable qui serait harmonisée avec la norme d'importance employée aux États-Unis. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

50. Exception faite de ce qui est indiqué ci-dessous dans la recommandation 51, nous ne croyons pas que des modifications législatives soient nécessaires en Ontario pour régler la question de la divulgation sélective et nous sommes en faveur de la déclaration de principes des ACVM ainsi que de l'importance accrue accordée à l'application des mesures législatives dans ce domaine. *(Aucune mesure requise)*

51. Nous recommandons que les ACVM adoptent une règle refuge de 24 heures visant les divulgations sélectives *non intentionnelles* semblable à celle qui est en vigueur aux États-Unis en vertu de la Regulation FD. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

52. Nous appuyons la proposition des ACVM de ramener les délais de dépôt des états financiers annuels à 90 jours après la fin de l'exercice pour les émetteurs de titres de premier rang et à 120 jours pour les émetteurs de titres de second rang. Nous appuyons également la proposition des ACVM de ramener le délai de dépôt des rapports intermédiaires à 45 jours après la fin du trimestre pour les émetteurs de titres de premier rang et de

maintenir le délai actuel de 60 jours pour les émetteurs de titres de second rang. Nous recommandons cependant que les ACVM reconsidèrent l'idée d'utiliser les critères applicables aux sociétés non dispensées inscrites à la Bourse de Toronto pour séparer les émetteurs de premier rang de ceux de second rang. Nous recommandons plutôt que les ACVM envisagent de considérer comme des émetteurs de premier rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de Toronto et comme des émetteurs de second rang ceux dont les valeurs mobilières sont cotées à la Bourse de croissance TSX. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

53. Nous recommandons qu'au moment opportun, les ACVM envisagent de raccourcir davantage les délais de dépôt des états financiers annuels et intermédiaires, en les ramenant à 60 et à 35 jours respectivement, pour faire pendant aux modifications récemment apportées aux règles de la SEC. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

54. Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées afin que les états financiers trimestriels des émetteurs soient obligatoirement examinés par un vérificateur externe. Nous appuyons le principe visant à dispenser les émetteurs de titres de second rang de cette exigence. La Commission devrait déterminer la nature et la portée de la dispense en tenant compte des coûts et des avantages liés à l'exigence et en accordant une attention particulière au type d'émetteur et à son stade de développement. Toutefois, nous recommandons également que tout émetteur dispensé de cette exigence soit tenu de divulguer que ses états financiers trimestriels n'ont pas été examinés par un vérificateur externe. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

55. Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées afin d'obliger tous les émetteurs assujettis à transmettre leurs communiqués de presse au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR). *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

56. Nous recommandons que soit éliminée la dispense relative aux PCGR dont peuvent se prévaloir les banques et les compagnies d'assurances en vertu du paragraphe 2(3) du Règlement pris en application de la Loi. *(Mise en oeuvre par voie de réglementation)*

57. Nous recommandons vivement à la Commission et au comité de l'ICCA sur l'intérêt public et l'intégrité (CIPI) d'adopter en priorité des normes relatives à l'indépendance des vérificateurs afin de surveiller de façon proactive l'évolution de la situation aux États-Unis en ce qui a trait à l'indépendance des vérificateurs et d'envisager les réformes supplémentaires nécessaires pour s'assurer que le Canada n'accuse aucun

retard par rapport aux normes internationales. *(Mise en oeuvre par l'Institut Canadien des Comptables Agréés)*

58. Nous recommandons que la Commission adopte des modifications aux règles de divulgation par procuration afin d'obliger les sociétés ouvertes à divulguer dans leurs circulaires de procuration leurs dépenses relatives aux services de vérification et aux autres services connexes. Les modifications aux règles de divulgation par procuration devraient être apportées une fois que le CIPI aura fini de rédiger ses normes en matière d'indépendance des vérificateurs et elles devraient tenir compte de ces normes, de même que des récentes modifications proposées aux règles de la SEC en ce qui a trait à l'indépendance des vérificateurs. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

59. Nous appuyons les Modifications de 2002 qui, une fois promulguées, confèreront à la Commission l'autorité voulue pour établir des règles relativement à tous les aspects du régime d'attestation récemment mis en place par la SEC. À cet égard, nous demandons instamment au gouvernement de l'Ontario de promulguer les modifications relatives à l'établissement de règles le plus tôt possible afin de permettre à la Commission de réglementer dans ce domaine. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

60. Nous appuyons les récentes modifications apportées à la Loi qui, une fois promulguées, confèreront à la Commission l'autorité voulue pour imposer des normes relatives au fonctionnement et aux responsabilités des comités de vérification des émetteurs assujettis. Nous encourageons d'autres territoires de compétence des ACVM à investir leur commission de pouvoirs semblables et nous exhortons les ACVM à travailler de concert à l'établissement rapide de normes canadiennes sur les comités de vérification qui compteront parmi les meilleures de leur catégorie à l'échelle internationale. Nous encourageons les ACVM à prêter attention aux besoins et aux ressources des sociétés à faible capitalisation dans l'élaboration de projets de règlements. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

61. Nous recommandons que la Loi soit modifiée afin de conférer à la Commission l'autorité nécessaire pour réglementer les questions de gouvernance d'entreprise d'une manière plus générale. Par exemple, nous serions favorables à ce que la Commission soit investie des pouvoirs voulus pour réglementer la composition, le fonctionnement et les responsabilités des conseils d'administration, ainsi que des comités chargés des nominations et de la rémunération. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « La gouvernance d'entreprise et la responsabilité des sociétés ouvertes »)*

62. Nous soutenons les réformes apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) concernant les sollicitations de procurations.

Nous recommandons vivement que la Partie XIX de la Loi soit aussi modifiée afin de s'assurer que les actionnaires sont en mesure de communiquer entre eux dans des circonstances prescrites sans devoir déposer une circulaire d'information. Nous recommandons également que la Commission fasse un travail de coordination avec le gouvernement provincial afin de s'assurer que les modifications adoptées dans le cadre de la LSAO et de la Loi sont uniformes. De plus, nous exhortons la Commission à examiner si elle est habilitée ou non à incorporer par renvoi les exigences d'une autre loi canadienne telle que la *Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario* ou la LCSA, en ce qui concerne les sollicitations de procurations, plutôt que de devoir énoncer expressément les règles dans la Loi. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « Les droits des actionnaires »)*

63. Nous recommandons que la Commission, avec la participation des ACVM, effectue une étude complémentaire pour déterminer s'il y a lieu d'apporter des modifications aux mesures législatives sur les valeurs mobilières afin d'assouplir les exigences relatives aux communications avec et entre les actionnaires, dans le contexte d'une offre publique d'achat. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

64. Rien ne nous porte à croire qu'il est nécessaire de réglementer de façon identique les diverses ententes et les offres publiques d'achat. Compte tenu de l'intérêt public, nous considérons que les parties engagées dans des opérations commerciales devraient avoir la liberté de structurer les opérations en fonction de leurs objectifs commerciaux, dans la mesure où ces opérations, ainsi que les mesures législatives qui les régissent, sont équitables pour toutes les parties concernées. *(Aucune mesure requise)*

65. Nous recommandons que la Commission prépare une déclaration de principes établissant des directives quant aux facteurs qui doivent être pris en compte pour déterminer le moment où l'on devrait désactiver une pilule empoisonnée dans le cadre d'une offre publique d'achat. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

66. Nous recommandons que la Commission et les ACVM imposent à tous les fonds mutuels ouverts la création et le maintien d'un organisme directeur indépendant. Lorsque, d'après les conclusions raisonnables des administrateurs indépendants, le gestionnaire a privilégié ses intérêts personnels au détriment de ceux des participants du fonds mutuel, dans le cadre d'un délit d'initié, d'opérations faisant l'objet de conflit d'intérêts ou d'une violation de ses obligations fiduciaires, cet organisme devrait avoir le droit de congédier le gestionnaire ou d'informer les participants des actions du gestionnaire et de leur accorder une certaine période pour racheter leurs unités sans frais. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission. Voir Rapport du Comité permanent : « La gestion des fonds mutuels »)*

67. Nous recommandons que le processus par lequel les administrateurs potentiels des organismes directeurs de fonds mutuels sont identifiés et nommés soit élargi pour inclure une liste plus diversifiée d'administrateurs potentiels. De plus, nous recommandons que la majorité des administrateurs soient indépendants de la société de gestion. Enfin, les responsabilités potentielles des administrateurs des organismes directeurs de fonds ainsi que les moyens de défense qui leur sont offerts devraient être prévus dans la loi. *(Nécessite des mesures législatives et la prise de mesures par la Commission)*

68. Nous croyons que l'organisme directeur du fonds mutuel devrait présenter certaines caractéristiques. Parmi celles-ci, on peut mentionner l'indépendance par rapport au gestionnaire du fonds, une majorité d'administrateurs indépendants, le droit de retenir les services d'un avocat ou d'obtenir des conseils indépendants, le droit de définir la rémunération de ses membres, l'obligation de chaque membre de divulguer chaque année les honoraires reçus du fonds et de tous les autres fonds affiliés ainsi que le droit de se séparer du gestionnaire dans des circonstances données. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

69. Nous pensons qu'il est important de définir certaines responsabilités fondamentales de l'organisme directeur du fonds mutuel. Ces responsabilités devraient inclure, à tout le moins, la supervision du développement et de la mise en application des politiques liées aux questions de conflit d'intérêts, la surveillance des honoraires, des dépenses et de leur ventilation, la réception de rapports de la part du gestionnaire au sujet de la conformité avec les objectifs et les stratégies d'investissement, l'examen de la nomination du vérificateur, la rencontre du vérificateur du fonds et, enfin, l'approbation des contrats importants *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

70. Nous conseillons vivement aux organismes de réglementation et au secteur des fonds mutuels de travailler en collaboration dans le but de décider des normes ou des exigences auxquelles les gestionnaires de fonds mutuels devraient satisfaire avant qu'il leur soit permis d'établir, de promouvoir et de diriger un fond mutuel ouvert, d'identifier la personne ou l'organisme qui est le mieux placé pour établir ces normes ou ces exigences et pour surveiller la conformité à leur égard, ainsi que de déterminer si l'inscription des gestionnaires de fonds mutuels est nécessaire et justifiable, du point de vue d'une analyse coûts-avantages, en tant que moyen d'imposer et de surveiller la conformité avec les normes applicables aux gestionnaires de fonds mutuels. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

71. Nous recommandons que le paragraphe 143(31) de la Loi soit modifié, au besoin, pour donner à la Commission l'autorité nécessaire afin d'aborder la

réforme de la gestion des fonds mutuels en utilisant son pouvoir d'établissement des règles. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

72. Nous recommandons que la Commission fournisse une orientation sous la forme d'un ensemble de principes ou de lignes directrices énonçant les éléments qui peuvent être pris en considération pour déterminer la sanction qu'il convient d'appliquer dans le contexte des procédures administratives en vertu de l'article 127 de la Loi. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

73. Nous suggérons d'examiner s'il conviendrait que la Commission ait un pouvoir réglementaire pour traiter les questions relatives à la gestion et à la répartition des sommes dont elle ordonne le remboursement. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

74. Nous recommandons qu'une nouvelle infraction soit créée en vertu de l'article 122 de la Loi pour manquement à remplir un engagement écrit envers la Commission ou le directeur exécutif, ou violation d'un engagement de ce genre. Nous recommandons également que la Commission s'assure que les personnes qui remettent des engagements écrits à la Commission ou au directeur exécutif soient conscientes du fait que le non-respect de tels engagements constitue une infraction. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

75. Nous recommandons que la Commission surveille la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et la Financial Services Authority du Royaume-Uni (FSA) dans l'exercice de leurs nouveaux pouvoirs de restitution respectifs et qu'elle tienne compte des conséquences pratiques de l'exercice de ce pouvoir afin d'être en mesure de décider ultérieurement si le pouvoir d'ordonner une restitution serait approprié pour la Commission. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission. Voir Rapport du Comité permanent : « Nouveaux pouvoirs d'exécution »)*

76. Nous encourageons la Commission à exercer, dans les cas appropriés, son pouvoir discrétionnaire pour demander au tribunal, en vertu de l'article 128 de la Loi, une ordonnance de restitution ou d'indemnisation. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission. Voir Rapport du Comité permanent : « Nouveaux pouvoirs d'exécution »)*

77. Nous recommandons à la Commission d'examiner le bien-fondé et les répercussions de la modification de l'article 128 de la Loi afin de permettre aux investisseurs, dans certaines circonstances, de demander directement au tribunal une ordonnance de restitution ou d'indemnisation. *(Nécessite la prise de mesures législatives. Voir Rapport du Comité permanent : « Nouveaux pouvoirs d'exécution »)*

78. Nous recommandons que, à titre de condition d'agrément d'un OAR, la Commission demande à l'OAR d'exiger de ses membres qu'ils participent

à tout système national de traitement des plaintes mis en place et à tout programme applicable de résolution des conflits parrainé par l'industrie, et qu'ils acceptent d'y être liés. Nous favorisons la transparence vis-à-vis de ces programmes et encourageons vivement la publication des statistiques d'utilisation des programmes ainsi que des détails concernant l'issue des différents cas ou la résolution des plaintes. *(Mise en oeuvre par des mesures de la Commission)*

79. Nous incitons l'industrie des services financiers à surveiller le système national de traitement des plaintes, notamment au cours de sa première année d'exploitation, afin de s'assurer qu'il fonctionne comme prévu. En supposant que la mise en œuvre du système est réussie, nous recommandons que l'industrie des services financiers envisage ensuite d'établir de façon semblable un système de résolution des conflits à l'échelle nationale. *(Nécessite la prise de mesures par les OAR)*

80. Nous encourageons vivement les OAR disposant ou envisageant de se doter d'autres programmes de résolution des conflits à demander au moins à leurs membres d'informer les clients de la disponibilité de ces programmes. *(Mise en oeuvre par des mesures des OAR)*

81. Nous recommandons que le paragraphe 127(1)7 de la Loi soit modifié afin d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne démissionne d'un ou de plusieurs postes qu'elle occupe en tant qu'administrateur ou dirigeant d'un émetteur, ou *d'une personne inscrite ou du gestionnaire d'un fonds mutuel. (Nécessite la prise de mesures législatives)*

82. Nous recommandons que le paragraphe 127(1)8 de la Loi soit modifié afin d'autoriser la Commission à ordonner :

    - qu'il soit interdit à une personne de devenir administrateur ou dirigeant d'un émetteur, *d'une personne inscrite ou d'un gestionnaire de fonds mutuel*, ou d'assumer ces fonctions;

    - *qu'il soit interdit à une personne ou à une société de devenir gestionnaire de fonds mutuel ou promoteur, ou d'assumer ces fonctions*). *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

83. Nous recommandons qu'un alinéa soit ajouté au paragraphe 127(1) de la Loi, en vue d'autoriser la Commission à ordonner qu'une personne ou une société :

    - se conforme ou cesse de contrevenir :

        i. aux mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières;

ii. à une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou à une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu.

- se conforme à l'avenir ou prenne des mesures pour s'assurer de la conformité future avec les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières ou avec une directive, une décision, une ordonnance ou une prescription faite en vertu d'un règlement, d'une règle ou d'un autre instrument de réglementation, ou d'une politique d'une bourse ou d'un OAR reconnu. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

84. Nous recommandons que l'alinéa 127 (1)2 de la Loi soit modifié pour énoncer expressément que les opérations sur les valeurs mobilières aux fins de ce paragraphe comprennent aussi l'achat de valeurs mobilières. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

85. Nous recommandons que l'article 122 de la Loi soit modifié pour inclure une disposition permettant à la Cour de justice de l'Ontario de rendre une ordonnance, lorsque cela est approprié, afin que la partie défenderesse indemnise ou rembourse les personnes qui ont subi une perte de biens en raison d'une infraction qu'elle a commise. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

86. Nous recommandons que la Commission publie une déclaration de principes fournissant une orientation et des conseils interprétatifs en ce qui concerne la portée de la disposition de confidentialité de l'article 16 de la Loi et clarifiant le processus de demande de divulgation en vertu de l'article 17 de la Loi, y compris la question de la qualité nécessaire pour présenter une telle demande. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

87. Nous recommandons qu'une fois que les dispositions des Modifications de 2002 auront été promulguées, les ACVM modifient le paragraphe 3.1(2) de la Norme canadienne 23-101, *Règles de négociation*, afin de stipuler que les dispositions touchant les activités frauduleuses et les manipulations du marché contenues dans la Loi s'appliqueront en Ontario. *(Nécessite des mesures législatives et l'établissement d'une règle par la Commission)*

88. Nous recommandons que, dans les cas appropriés, la Commission envisage d'utiliser les autres mécanismes exécutoires disponibles en vertu des articles 127 et 128 de la Loi, pour réglementer les délits d'initiés. *(Nécessite la prise de mesures par la Commission)*

89. Nous recommandons que le gouvernement de l'Ontario envisage de modifier la Loi afin d'élargir la portée des dispositions existantes concernant les questions de responsabilité civile relatives aux délits d'initiés en supprimant l'exigence d'un lien contractuel à l'article 134 de la Loi. Nous recommandons également d'examiner l'inclusion d'une disposition qui limite la responsabilité en vertu de cet article au montant du profit réalisé ou de la perte évitée par l'initié par suite de l'opération ou des opérations en question. De plus, on devrait soustraire de cette responsabilité le montant qui doit être remboursé conformément à une ordonnance du tribunal ou de la Commission, le cas échéant, dans le cadre d'une procédure se rapportant à la même opération ou aux mêmes opérations. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*

90. Nous recommandons que les ACVM envisagent une réduction supplémentaire de la période de dépôt des rapports d'initiés (actuellement, les rapports doivent être déposés dans les 10 jours qui suivent la date de l'opération), une fois que le système de données électroniques sur les initiés (SEDI) sera opérationnel. *(Nécessite l'établissement d'une règle par la Commission)*

91. Nous recommandons que les mesures législatives ontariennes sur les valeurs mobilières soient modifiées pour exiger que les initiés déclarent tout changement effectif ou toute élimination de leur participation financière dans une société émettrice. *(Mise en oeuvre par une règle de la Commission)*

92. Nous recommandons que les questions soulevées à l'égard du maintien des ordonnances de blocage en vertu de l'article 126 de la Loi fassent l'objet d'une étude plus approfondie en tenant compte de l'avis du public. Nous suggérons notamment que les points suivants, à tout le moins, soient examinés :

    - qui, de la Commission ou de la cour, devrait autoriser le maintien d'une ordonnance de blocage;

    - quel est le critère qu'il convient d'appliquer pour déterminer si une ordonnance de blocage doit être maintenue. *(Nécessite des mesures législatives et la prise de mesures par la Commission)*

93. En ce qui a trait au pouvoir actuel d'émettre une ordonnance de frais en vertu de l'article 127.1 de la Loi, nous recommandons que la Commission élabore des politiques ou des lignes directrices quant à la façon dont les frais devraient être établis et quant aux circonstances dans lesquelles le paiement des frais pourrait être ordonné. Nous recommandons également que les ordonnances de frais rendues en vertu de cet article puissent faire l'objet d'un examen à la demande d'une partie intimée. *(Nécessite des mesures législatives et la prise de mesures par la Commission)*

94. Nous recommandons d'examiner, dans le cadre de tout examen futur de la Loi, la question de savoir si la Commission devrait avoir le pouvoir discrétionnaire d'ordonner le paiement des frais à une partie intimée dans le cadre des procédures de la Commission et, si oui, dans quelles circonstances. *(Nécessite la prise de mesures par le gouvernement)*

95. Nous appuyons en principe la protection des dénonciateurs, mais nous faisons remarquer qu'elle ne relève pas nécessairement de la Loi. Il serait, par exemple, plus approprié d'inclure de telles dispositions dans les lois relatives aux sociétés ou à l'emploi. *(Nécessite la prise de mesures législatives)*